



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

ESTIMATION OF COMPANY'S VALUE

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. Marie Žáková

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.

BRNO 2020

Zadání diplomové práce

Ústav: Ústav ekonomiky
Studentka: **Bc. Marie Žáková**
Studijní program: Ekonomika a management
Studijní obor: Podnikové finance a obchod
Vedoucí práce: **prof. Ing. Alena Kocmanová, Ph.D.**
Akademický rok: 2019/20

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a se Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně zadává diplomovou práci s názvem:

Stanovení hodnoty podniku

Charakteristika problematiky úkolu:

Úvod
Cíle práce, metody a postupy zpracování
Teoretická východiska práce
Analýza současného stavu
Vlastní návrhy řešení
Závěr
Seznam použité literatury
Přílohy

Cíle, kterých má být dosaženo:

Diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku FAGRON a.s., který se zabývá výrobou a distribucí léčiv. Hodnota podniku bude stanovena k 1.1.2019 na základě výnosových metod oceňování. Po rozboru jednotlivých metod oceňování bude následně jedna z nich, tj. metoda diskontovaného čistého Cash Flow, použita pro výsledné ocenění podniku.

Základní literární prameny:

MARÍK, Miloš. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

VOCHOZKA, Marek. Metody komplexního hodnocení podniku. Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2019/20

V Brně dne 29.2.2020

L. S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
ředitel

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.
děkan

Abstrakt

Diplomová práce je zaměřena na stanovení hodnoty podniku společnosti FAGRON a.s. na základě výnosových metod oceňování. V teoretické části práce jsou vymezeny základní pojmy a metody oceňování. Detailně jsou zde popsány výnosové metody oceňování, které jsou následně použity k ocenění uvedené společnosti v analytické části práce.

Abstract

The master's thesis is focused on estimation of company's value of FAGRON a.s. based on revenue methods of valuation. The theoretical part of the thesis defines the basic concepts and methods of valuation. Revenue methods of valuation are described in detail and subsequently, they are applied to evaluate the analysed company in the analytical part of the thesis.

Klíčová slova

stanovení hodnoty podniku, oceňování, metody oceňování, finanční analýza, výnosové metody

Key words

estimation of company's value, valuation, methods of valuation, financial analysis, revenue methods

Bibliografická citace

ŽÁKOVÁ, Marie. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno, 2020. Dostupné také z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/119500>. Diplomová práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce Alena Kocmanová.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že diplomová práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne

.....

Podpis studenta

Poděkování:

Ráda bych poděkovala paní prof. Ing. Aleně Kocmanové, Ph.D. za cenné připomínky a rady, které mi pomohly při zpracování diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD	10
1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ	10
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE	12
2.1 ZÁKLADNÍ POJMY	12
2.1.1 Podnik.....	12
2.1.2 Hodnota podniku	13
2.1.3 Účel ocenění podniku.....	14
2.1.4 Faktor času a rizika.....	14
2.1.5 Diskontní míra.....	16
2.2 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	16
2.2.1 Obecný postup při ocenění podniku.....	17
2.2.2 Strategická analýza.....	17
2.2.3 Finanční analýza.....	18
2.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	21
2.2.5 Metody oceňování podniku	22
2.2.6 Výnosové metody oceňování podniku	23
2.3 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW.....	24
2.3.1 Metoda DCF entity	25
2.3.2 Metoda DCF equity	28
2.3.3 Metoda DCF APV	30
2.4 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	32
3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU	35
3.1 PROFIL SPOLEČNOSTI.....	35
3.2 ANALÝZA DAT	36
3.1.1 Strategická analýza.....	36

3.1.2	Finanční analýza.....	43
3.1.3	Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná/nenutná	53
3.1.4	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	56
3.3	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU	63
3.3.1	Plán výkazu zisku a ztráty	63
3.3.2	Plán peněžních toků.....	64
3.3.3	Plán rozvahy	65
3.4	OCENĚNÍ PODNIKU METODOU DCF ENTITY	67
3.4.1	Sestavení volných peněžních toků	67
3.4.2	Výpočet diskontní míry	68
3.4.1	Ocenění FAGRONU	69
4	ZÁVĚR	72
5	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	75
6	SEZNAM TABULEK.....	78
7	SEZNAM GRAFŮ.....	80
8	SEZNAM OBRÁZKŮ	81
9	SEZNAM PŘÍLOH.....	81

ÚVOD

Oceňování podniku je v současné době velmi žádanou disciplínou. V dřívější době se oceňovala hodnota podniku na základě účetní hodnoty, nicméně v devadesátých letech minulého století došlo k významným změnám v České republice, proto bylo třeba nahlížet na tuto problematiku z jiného úhlu a oceňovat podniky v tržní hodnotě. Znalost tržní hodnoty je podstatná jak pro vlastníky, tak pro investory a pracovníky podniku.

Důvody pro ocenění podniku mohou nastat z různých důvodů a to, nákup a prodej podniku nebo jeho části, splynutí, sloučení nebo rozdělení podniku, změna právní formy, restrukturalizace podniku, poskytnutí nebo přijetí úvěru, pojištění podniku apod. V závislosti na účelu ocenění podniku je třeba vybrat vhodnou metodu ocenění.

Při oceňování podniků se využívá velké množství metod pro stanovení hodnoty podniku. Lze je sdružit do tří základních skupin: majetkové, výnosové a metody založené na tržním porovnání. Pro samotné ocenění podniku je potřeba mít dostatečné množství odborných znalostí a zkušeností, proto je ocenění většinou prováděno zkušenými odborníky v daném oboru a vstupní data ocenění musí být konzultována s pracovníky oceňovaného podniku, aby v co největší míře reflektovala skutečnou situaci v podniku a věrně zobrazila očekávaný výsledek ocenění.

Tato diplomová práce se zabývá stanovením celkové hodnoty společnosti FAGRON, a.s. sídlící v Olomouci k dni 1.1.2019. Společnost se pohybuje na farmaceutickém trhu a jejím hlavní ekonomickou činností je velkoobchod s farmaceutickými výrobky.

1 CÍLE PRÁCE, METODY A POSTUPY ZPRACOVÁNÍ

Hlavním cílem této diplomové práce je stanovení hodnoty podniku FAGRON, a.s. k datu 1.1.2019 na základně výnosové metody a to konkrétně, metodou DCF entity. Práce je rozčleněna do dvou částí.

První část je věnována teoretickým východiskům pro oceňování podniku, která jsou následně aplikována v druhé části práce. Budou zde objasněny základní pojmy vztahující se ocenění podniku jako jsou podnik, jeho hodnota, účel ocenění, faktor času a rizika, diskontní míra. Dále zde jsou vysvětleny obecné postupy ocenění podniku se zaměřením na výnosové metody ocenění. Teoretický rozbor bude čerpat z odborné literatury týkající se problematiky stanovení hodnoty podniku.

Druhá část práce je zaměřena na popsání oceňované společnosti, zajištění vstupních dat a použití získaných dat pro účely ocenění podniku. Dílčími cíli této práce jsou:

- strategická analýza;
- finanční analýza;
- rozdělení aktiv podniku na provozně nutná/nenutná;
- určení generátorů hodnoty;
- finanční plán;
- ocenění podniku pomocí výnosové metody DCF entity.

V rámci výše zmíněných dílčích cílů budou analyzovány data podniku ze sledovaných let 2014-2018 a následně provedena prognóza na další roky 2019-2022.

Stanovení hodnoty podniku bude na základě výnosové metody DCF entity, která má tři kroky. Prvním krokem bude výpočet volných peněžních toků do podniku, tj. volné cash flow, druhým kromě bude výpočet diskontní míry a posledním krokem bude samotné ocenění podniku jako celku.

Výsledná hodnota ocenění podniku bude provedena k 1.1.2019 jako součet současné hodnoty podniku za období 2014-2018 a předpokládané hodnoty v letech 2019-2022. V práci bude zvolen postup ocenění v souladu s odbornou literaturou uvedenou v seznamu zdrojů.

Diplomová práce bude zpracována na základě dat a informací, která byly poskytnuty pracovníky oceňovaného podniku, informací z databáze Amadeus a údajů zveřejněných na internetového portálu justice.cz, tj. výroční zprávy FAGRONU za příslušné roky 2014-2018.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA PRÁCE

V teoretické části práce se zabývám vymezením základních pojmů oceňování, jako jsou podnik, jeho hodnota, dále definuji faktor času a rizik a nastíním postup při oceňování podniku. Nakonec definuji jednotlivé metody oceňování s důrazem na výnosové metody, které budou následně použity ke stanovení hodnoty společnosti FAGRON a.s.

2.1 ZÁKLADNÍ POJMY

Pro pochopení teoretických východisek práce, je třeba si definovat základní pojmy, a to, podnik, jeho hodnotu a faktory ovlivňující ocenění.

2.1.1 Podnik

Dříve byl pojem „podnik“ definován obchodním zákoníkem č. 513/1991 Sb., avšak po legislativních změnách v roce 2014 byl obchodní zákoník nahrazen zákonem o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., a občanským zákoníkem č. 89/2012 Sb.

Původně používaný „pojem podnik“ v souvislosti s touto legislativní změnou zanikl a nahradil se pojmem „obchodní korporace“ a „obchodní závod“.

Zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb., v §1 a 2 definuje obchodní korporaci následovně: *„Obchodními korporacemi jsou obchodní společnosti (dále jen "společnost") a družstva. Společnostmi jsou veřejná obchodní společnost a komanditní společnost (dále jen "osobní společnost"), společnost s ručením omezeným a akciová společnost (dále jen "kapitálová společnost") a evropská společnost a evropské hospodářské zájmové sdružení. Družstvy jsou družstvo a evropská družstevní společnost. Družstvy jsou družstvo a evropská družstevní společnost.“* [1]

V občanském zákoníku č. 89/2012 je v § 502 pojem obchodní závod definován takto: *„Obchodní závod (dále jen "závod") je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.“* [2]

Výše uvedený pojem „soubor“ uvozuje představu, že je podnik je souborem různých majetkových položek, které by měly být jednotlivě oceněny. Avšak z ekonomického

hlediska je podnik je vnímat jako funkční celek, jehož cílem je dosahování zisku. Dále je třeba brát v potaz, že i vzniklé dluhy jsou součástí oceňování podniku. [3]

Pro účely této diplomové práce bude dále používán pojem „podnik“ nebo „společnost“.

2.1.2 Hodnota podniku

Jelikož podnik sám o sobě nemá žádnou objektivní, věcně zdůvodnitelnou, zdokumentovatelnou hodnotu nezávislou na okolnostech a podmínkách, dá se říci, že neexistuje jediné, obecně platné a univerzální ocenění podniku. [4]

„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (bud' na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).“ [3, s. 24]

Podnik lze oceňovat ve dvou úrovních a to, brutto a netto hodnotě. Zatímco brutto hodnota představuje hodnotu podniku jako celku, tj. pro vlastníky i věřitele, netto hodnota je ocenění na úrovni vlastníků podniku čili ocenění vlastního kapitálu. Nicméně v případě hodnoty netto je třeba rozlišovat rozdílné chápání vlastního kapitálu z pohledu účetnictví a pohledu oceňování. [3]

Dále může být podnik oceňován v následujících typech hodnot:

- Tržní hodnota
Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou je kupující a prodávající ochoten podnik nakoupit/prodat, kdy obě strany jednaly informovaně a bez nátlaku. Je to hodnota aktiv bez nákladů na realizaci prodeje/nákupu a souvisejícího daňového zatížení.
- Spravedlivá hodnota
Jedná se o odhad spravedlivé ceny mezi konkrétním prodávajícím a kupujícím při zohlednění výhod a nevýhod plynoucích z této transakce.
- Subjektivní (investiční) hodnota
Investiční hodnota představuje hodnotu konkrétního majetku pro konkrétního investora zahrnující jeho individuální investiční či provozní cíle.
- Objektivizovaná hodnota

Jedná o výnosovou hodnotu, která je typizovaná a přezkoumatelná jiným subjektem za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů.

- Kolínská škola

Ocenění je založeno na obecných funkcích, ke kterým má výsledná hodnota sloužit a to, poradenskou, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňovou. [3]

2.1.3 Účel ocenění podniku

Potřeba ocenit podnik může nastat z různých důvodů, a to:

- nákup a prodej podniku nebo jeho části;
- splynutí, sloučení nebo rozdělení podniku;
- změna právní formy;
- restruktulizace podniku;
- rozhodnutí o sanaci nebo likvidaci podniku;
- uvedení podniku na kapitálový trh;
- poskytnutí nebo přijetí úvěru;
- pojištění podniku;
- zvýšení nebo snížení základního kapitálu společnosti. [4]

Informace zjištěné při ocenění podniku, tj. finanční zdraví podniku, využívají jak interní, tak externí uživatelé. Mezi interní uživatele finanční analýzy patří manažeři, zaměstnanci a odboráři. Mezi externí uživatele pak patří stát a jeho orgány, investoři, banky a jiní věřitelé, obchodní partneři, konkurence apod. [5]

2.1.4 Faktor času a rizika

Z hlediska kalkulace diskontní míry podstatné pro ocenění podniku je důležité definovat faktor času a rizika.

Faktor času

Hodnota aktiva podniku, tj. příjmy a majetkové položky podniku, představují současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které budou generovány jeho vlastníky. Důležitá je zda časová hodnota peněz, což znamená, že aktivum získané dříve má větší význam než

aktivum získané později, protože podnik může dříve získané prostředky využít k investování a tím pádem dosáhnout dalšího výnosu. Proto musí být veškeré budoucí příjmy podniku přepočteny k datu ocenění, aby se zjistila jejich současná hodnota. [6]

Faktor rizika

Faktor rizika představuje pravděpodobnost, s jakou bude budoucího příjmů dosáhnuto. Jedná se o rizika spojená s podnikatelskou činností a rizika spojená s účelem ocenění podniku, tj. rizika systematická a nesystematická. [6]

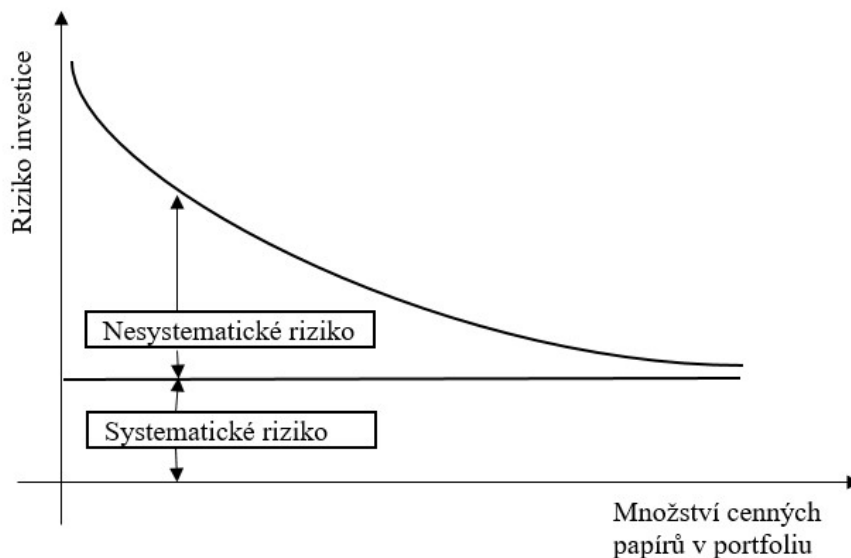
1. Rizika spojená s podnikatelskou činností:

- Riziko výsledku hospodaření – závislé na kvalitě managementu, organizační struktuře podniku, konkurenci, stupni diverzifikace, stupni elasticity provozní nákladů ve vztahu ke změnám podnikových výkonů a fixních výdajů plynoucích z financování (např. úroky, splátky úvěrů, leasingové platby).
- Obchodní riziko – se dělí na prodejní a provozní riziko. Obchodní riziko je závislé na proměnlivosti prodeje z důvodu vývoje situace na trhu v případě prodejního rizika a úrovně fixních provozních nákladů v případě provozního rizika. Pro výpočet celkového obchodního rizika lze využít variační koeficient provozních výsledků.
- Finanční riziko – závislé na úrovni fixních finančních nákladů jako jsou nákladové úroky, leasingové platby, dividendy z prioritních akcí atd. Riziko je měřitelné prostřednictvím stupně finanční páky a různých ukazatelů zachycujících výši zadlužení a likviditu podniku.
- Celkové podnikatelské riziko – závislé na míře kolísání celkového výsledku hospodaření podniku. [3, 6]

2. Systematické a nesystematické riziko

- Tato rizika se vztahují převážně k investicím na kapitálovém trhu.
- Systematické riziko – jedná se o tržní riziko, které je vyvoláno faktory ovlivňujícími celý kapitálový trh jako např. hrubý domácí produkt a tržní úrokové míry.

- Nesystematické riziko – označováno jako specifické nebo jedinečné riziko, protože je vyvoláno skutečnostmi vztahujícími se k určitému podniku jako např. chyby managementu. [6]



Obrázek č. 1 Systematické a nesystematické riziko v portfoliu

[3, s. 63]

2.1.5 Diskontní míra

Jak bylo zmíněno výše, diskontní míra ukazuje zapojení faktoru času a rizika do oceňování podniku. Diskontní míra je tedy míra výnosnosti používaná pro přepočet hodnoty budoucího příjmu na současnou hodnotu a míra výnosnosti očekávaná investorem při koupi budoucího peněžního toku vzhledem k riziku spojenému s jeho získáním. Z uvedeného vyplývá, že diskontní míra se určuje dle výnosnosti alternativní investice. [6]

2.2 POSTUP OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Před začátkem oceňování podniku je důležité určit účel oceňování podniku, od kterého se bude odvíjet výběr metody oceňování. Ať už bude vybrána jakákoliv metoda ocenění, nejdříve je nutné provést strategickou a finanční analýzu podniku (tyto dvě analýzy musí být provedeny vždy a proto jim bude věnováno více prostoru v příslušných podkapitolách).

2.2.1 Obecný postup při ocenění podniku

Obecně je doporučován následující postup:

1. Sběr vstupních dat – základní data o podniku, ekonomická data, data o příslušném trhu, konkurenční struktura příslušného trhu, odbyt a marketing, výroba a dodavatelé, pracovníci.
2. Analýza dat - strategická analýza, analýza finančního zdraví podniku, rozdělení aktiv podniku na provozně nutná/nenutná, analýza a prognóza generátorů hodnoty.
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění – výběr metody, ocenění zvolenou metodou, souhrnné ocenění. [3]

2.2.2 Strategická analýza

„Podle našeho názoru je hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku.“ [3, s. 74]

Tento výnosový potenciál podniku je určen vnějším potenciálem, tj. šancemi a riziky v podnikatelském prostředí, a vnitřním potenciálem, tj. silnými a slabými stránkami podniku. [3]

Postup strategické analýzy

1. Určení, analýza a prognóza příslušného trhu
 - Určení trhu z hlediska produktu, velikosti, území, zákazníků a konkurentů.
 - Analýza atraktivity trhu kvůli poznání jeho šancí a rizik a poskytnutí podkladu pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru.
 - Prognóza vývoje trhu je závislá na výběru oceňovací metody – individuální názor konkrétního investora, současný stav a jeho prokazatelný další vývoj, názor odborné veřejnosti. Měly by být zohledněny hlavní faktory a to, národohospodářské, obecné faktory poptávky a specifické faktory pro konkrétní skupinu produktů. [3]
2. Analýza konkurence
 - Cílem je odhad vývoje tržních podílů oceňovaného podniku do budoucnosti;

- Postup: stanovení dosavadních tržních podílů oceňovaného podniku, určení konkurentů, analýza vnitřního potenciálu podniku a hlavních faktorů jeho konkurenční síly, prognóza tržních podílů. [3]

3. Vyvození závěrů k perspektivnosti podniku a prognózy tržeb

- Perspektivnost podniku je hodnocena dle atraktivnosti trhu a konkurenční silou prostřednictvím tzv. „bostonské“ matice (viz Tabulka č. 2 níže).
- Prognóza růstu tržeb vychází z vynásobení růstu trhu získaného analýzou a růstu tržního podílu získaného z analýzy vnitřního potenciálu. Takto spočítaný odhad tempa růstu tržeb oceňovaného podniku je třeba dále porovnat s dosavadním růstem. [3]

Tabulka č. 1 Hodnocení perspektivnosti podniku - bostonská matice

Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s dobrou perspektivou	Podniky s jednoznačnou perspektivou
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání	Podniky s přijatelnou perspektivou	Podniky s dobrou perspektivou
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy	Podniky s malou perspektivou	Podniky s omezenou perspektivou
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

[3, s. 112]

2.2.3 Finanční analýza

Finanční analýza neboli analýza finančního zdraví podniku je založena na analýze základních účetních výkazů a to, rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků, tj. cash flow. [4]

Nejčastější formou finanční analýzy je analýza poměrových ukazatelů, které jsou následující:

- Ukazatele rentability;
- Ukazatele aktivity;
- Ukazatele zadluženosti;
- Ukazatele likvidity. [4]

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele porovnávají finální efekt dosažený činností podniku k určitému vstupu, což jsou buď celková aktiva, kapitál nebo tržby. Jednotlivé typy poměrových ukazatelů:

- Rentabilita vloženého kapitálu – kolik zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů.
 $ROI = zisk / investovaný\ kapitál$
- Rentabilita aktiv – jaký zisk připadá na jednotku majetku.
 $ROA = zisk / aktiva$
- Rentabilita vlastního kapitálu – kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu.
 $ROE = zisk / vlastní\ kapitál$
- Rentabilita tržeb – jaký poměr má zisk z celkových tržeb.
 $ROS = zisk / tržby$ [4]

Ukazatele aktivity

Tyto ukazatele vyjadřují vázanost kapitálu v aktivech, tj. jak dlouho jsou finanční prostředky podniku vázány v majetku, pohledávkách, zásobách atd. [7]

Nejčastější ukazatele aktivity:

- Obrat aktiv - měří efektivnost využití veškerých aktiv v podniku.
 $Obrat\ aktiv = tržby / celková\ aktiva$
- Obrat stálých aktiv – měří efektivnost využívání budov, strojů, zařízení, dopravních prostředků a ostatního dlouhodobého hmotného majetku.
 $Obrat\ stálých\ aktiv = tržby / dlouhodobý\ hmotný\ majetek$

- Obrat zásob - kolikrát je během roku každá položka zásob přeměněna v hotovost (prodána) a znovu uskladněna.

$$\text{Obrat zásob} = \text{tržby} / \text{zásoby}$$
- Doba obratu zásob – za kolik dní firma průměrně prodá své zásoby.

$$\text{Doba obratu zásob} = \text{zásoby} / (\text{tržby} / 365)$$
- Doba obratu pohledávek – za jak dlouhou dobu jsou splaceny pohledávky podniku zákazníky.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \text{pohledávky} / (\text{tržby} / 365)$$
- Doba obratu závazků – měří, jaká doba uplyne mezi nákupem zásob či externích výkonů a jejich úhradou.

$$\text{Doba obratu závazků} = \text{závazky} / (\text{tržby} / 365) [7]$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti udávají informace týkající se úvěrového zatížení firmy. Ukazatele jsou následující:

- Celková zadluženost – neboli věřitelské riziko ukazuje finanční úroveň podniku, tj. míru krytí majetku podniku cizími zdroji.

$$\text{Celková zadluženost} = (\text{cizí zdroje} / \text{celková aktiva}) \times 100$$
- Míra zadluženosti – významný ukazatel pro banku z hlediska poskytnutí úvěru. Cizí zdroje by neměly překročit jeden a půl násobek hodnoty vlastního kapitálu.

$$\text{Míra zadluženosti} = (\text{cizí zdroje} / \text{vlastní kapitál}) \times 100$$
- Úrokové krytí – kolikrát jsou úroky z poskytnutých úvěrů kryty výsledkem hospodaření podniku za dané účetní období.

$$\text{Úrokové krytí} = (\text{HV} + \text{nákladové úroky}) / \text{nákladové úroky} \times 100$$

(HV = hospodářský výsledek za účetní období)

- Úrokové zatížení – kolik % ze zisku podniku plynou na placené úroky (ukazatel by neměl přesáhnout 40% hranici).

$$\text{Úrokové zatížení} = \text{nákladové úroky} / (HV + \text{nákladové úroky}) \times 100$$

(HV = hospodářský výsledek za účetní období)

- Koeficient samofinancování – do jaké míry je podnik schopen pokrýt své potřeby z vlastních zdrojů.

$$\text{Koeficient samofinancování} = (\text{vlastní kapitál} / \text{celková aktiva}) \times 100 [7]$$

Ukazatele likvidity

Tyto ukazatele vyjadřují, jak rychle je podnik schopen hradit své závazky. Používají se následující ukazatele:

- Běžná likvidita – kolikrát je podnik schopen uspokojit svoje věřitele, kdyby v určitém momentě přeměnil svá oběžná aktiva na hotovost (doporučená hodnota je v rozmezí 1,5 - 2,5).

$$\text{Běžná likvidita} = \text{oběžná aktiva} / \text{krátkodobé závazky}$$

- Pohotová likvidita – jedná se o běžnou likviditu očištěnou o zásoby.

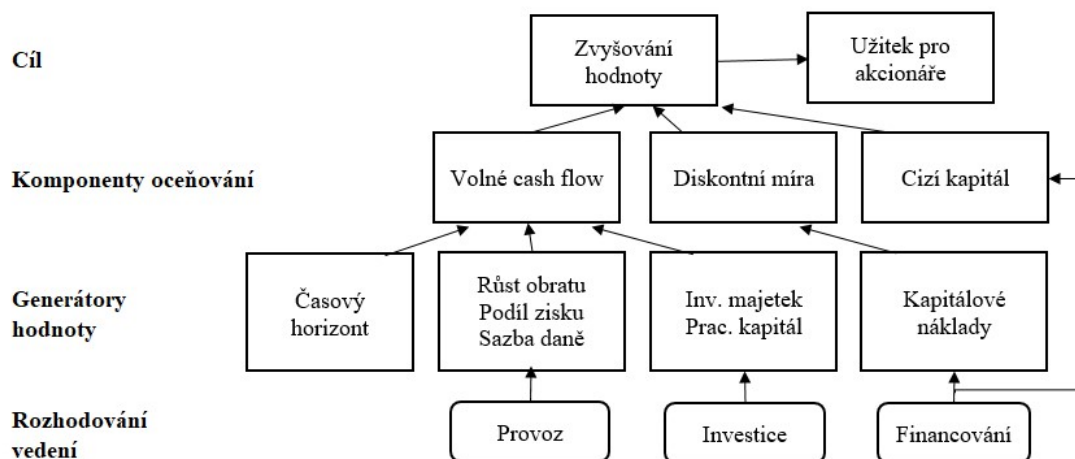
$$\text{Pohotová likvidita} = (\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}) / \text{krátkodobé závazky}$$

- Okamžitá likvidita – udává schopnost podniku uhradit své krátkodobé závazky ihned, tj. s pomocí hotovosti, peněz na bankovních účtech, šeky či krátkodobými cennými papíry (doporučená hodnota je v rozmezí 0,2 – 0,5).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \text{finanční majetek} / \text{krátkodobé závazky} [7]$$

2.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

„Generátory hodnoty se zde rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“ [3, s. 149]



Obrázek č. 2 Generátory hodnoty

[3, s. 149]

2.2.5 Metody oceňování podniku

Posledním krokem oceňování podniku je výběr oceňovací metody, který závisí na účelu oceňování, tj. zda je podnik oceňován na základě např. prodeje, jeho sloučení s jiným podnikem, žádosti o úvěr.

Přehled jednotlivých metod pro oceňování podniku je uveden v tabulce níže.

Tabulka č. 2 Přehled základních metod pro oceňování podniku

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (<i>výnosové metody</i>) <ul style="list-style-type: none">• Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)• Metoda kapitalizovaných čistých výnosů• Kombinované (korigované) výnosové metody• Metoda ekonomické přidané hodnoty
2. Ocenění na základě analýzy trhu (<i>tržní metody</i>) <ul style="list-style-type: none">• Ocenění na základě tržní kapitalizace• Ocenění na základě srovnatelných podniků• Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu• Ocenění na základě srovnatelných transakcí• Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
3. Ocenění na základě analýzy majetku (<i>majetkové ocenění</i>) <ul style="list-style-type: none">• Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen• Substanční hodnota na principu reprodukčních cen• Substanční hodnota na principu úspory nákladů• Likvidační hodnota• Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

[3, s. 45]

2.2.6 Výnosové metody oceňování podniku

Jelikož cílem analytické části této diplomové práce je stanovení hodnoty společnosti FAGRON a.s. na základě výnosové metody oceňování, práce je dále zaměřena pouze na tyto metody oceňování. Detailně je zde popsána metoda diskontovaného čistého cash flow a metoda ekonomické přidané hodnoty, které jsou v praxi nejčastěji používané metody k ocenění podniků.

Výnosové metody:

- Metoda diskontovaného čistého cash flow;
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů;
- Kombinované výnosové metody;

- Metoda ekonomické přidané hodnoty.

2.3 METODA DISKONTOVANÉHO ČISTÉHO CASH FLOW

Metoda diskontovaného čistého cash flow neboli metoda diskontovaných peněžních toků (zkráceně: metoda DCF (tj. discounted cash flow)) je v podmínkách České republiky nejpoužívanější k oceňování podniků.

Cílem této metody je zjištění hodnoty čistého obchodního majetku, tj. vlastního kapitálu podniku. Je více způsobů, jak tuto hodnotu spočítat, nicméně konečný výsledek by měl být stejný. Metoda DCF existuje ve více variantách a to:

- Metoda DCF entity (hodnota podniku jako celku);
- Metoda DCF ekvity (hodnota vlastního kapitálu);
- Metoda DCF APV (upravená současná hodnota). [3]

„Varianty metody DCF se mezi sebou liší:

- *vymezením volných peněžních toků (tj. pohledem, pro které investory jsou tyto toky určeny),*
- *vymezením diskontní míry (diskontní míra v principu vyjadřuje požadavek investora na zhodnocení jím vloženého kapitálu a zde jde opět o to, z pohledu kterých investorů je tento požadavek určován),*
- *bezprostředním výsledkem, který vyplývá z diskontování volných peněžních toků (tj. hodnotu kterého kapitálu diskontováním získáme).“ [8, s. 18]*

V případě metody DCF je třeba si vymežit nejdříve peněžní tok (cash flow) pro vlastní ocenění, kde je podstatná podoba investovaného kapitálu. Dále je třeba si určit propočtovými technikami z prognózy peněžního toku výnosovou metodu. [3]

Investovaný kapitál a jeho úpravy

Investovaný kapitál se vypočítá z údajů z rozvahy, která se musí upravit kvůli potřebě určení nákladů na tento investovaný kapitál a rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná. [3]

Náklady na kapitál představuje diskontní míra a jsou v rozvaze zobrazeny v pasivech jako vlastní kapitál, cizí úročený kapitál, rezervy (nákladové), závazky (podle současné úpravy včetně dohadných položek) a časové rozlišení. [3]

Tabulka č. 3 Investovaný kapitál a jeho složení

Dlouhodobá aktiva	Zpoplatněný kapitál (vlastní kapitál + úročený cizí kapitál)	}	Investovaný kapitál
Pracovní kapitál (upravený)			

[3, s. 197]

Dále je třeba upravit aktiva na provozně nutná a aktiva nesloužící k zajištění hlavního provozu podniku. Vydělením neprovozního majetku je vypočítán provozně nutný investovaný kapitál, který se skládá z provozně nutného upraveného pracovního kapitálu a provozně nutných dlouhodobých aktiv. Dále je takto vypočítán celkový investovaný kapitál, který se skládá z provozně nutného investovaného kapitálu a neprovozních aktiv. [3]

Výpočet provozně nutného pracovního kapitálu:

*„Provozně nutná oběžná aktiva
+ Časové rozlišení aktivní provozně nutné
- Neúročené závazky (krátkodobé) vztahující se k provozním oběžným aktivům (včetně pasivního časového rozlišení provozní povahy)“* [3, s. 197]

Metody jsou založené na sestavení správného cash flow, na tzv. volných peněžních tocích, proto je dále nutné sestavit volné cash flow neboli free cash flow to firm (dále jen „FCFF“).

2.3.1 Metoda DCF entity

Tato varianta metody DCF je nyní nejpoužívanější oceňovací metoda. Metoda je založena na pohledu vlastníků a úročených věřitelů, tj. všech investorů, kterým plynou volné peněžní toky. [8]

Ocenění metodou DCF entity má následující kroky:

1. Sestavení volného cash flow

Tabulka č. 4 Výpočet FCFF

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
+ Odpisy
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv)
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
- Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

[8, s. 18]

Vysvětlení výpočtu FCFF:

- Před rozdělením mezi vlastníky a úročené věřitele se provozní výsledek hospodaření upraví o jednorázové položky na korigovaný provozní výsledek hospodaření.
- Provozně nutný investovaný kapitál je tvořen provozně nutným dlouhodobým majetkem a provozně nutnými pracovním kapitálem.
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku jsou uvedeny v brutto hodnotě. [8]

2. Výpočet diskontní míry

Diskontní míra se vypočte jako průměr vážených nákladů kapitál (WACC – wighted average capital cost). Před samotným výpočtem je potřeba stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál. Výpočet WACC je následující:

$$WACC = \frac{CK}{K} * n_{CK} * (1 - d) + \frac{VK}{K} * n_{VK(z)} \quad (1)$$

kde:

$WACC$ průměrné vážené náklady kapitálu,

$n_{VK(z)}$ náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení,

n_{CK} náklady cizího kapitálu,

- d sazba daně z příjmů,
 CK cizí úročený kapitál v tržní hodnotě,
 VK vlastní kapitál v tržní hodnotě,
 K investovaný kapitál ($K = CK + VK$). [8]

3. Ocenění

Nejprve je třeba ocenit provozně nutný investovaný kapitál a to následující výpočtem:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1+WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1}-g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+WACC_i)} \quad (2)$$

kde:

- H_b hodnota podniku brutto, tj. přeceněná hodnota investovaného kapitálu,
 $FCFF_t$ volný peněžní tok do firmy, tj. pro vlastní a úročené věřitele, v roce t ,
 $WACC_i$ průměrné vážené náklady kapitálu v roce i ,
 T počet let první fáze,
 G tempo růstu ve druhé fázi. [8]

Dalším krokem je vypočítání hodnoty vlastního kapitálu:

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (3)$$

kde:

- H_n hodnota podniku netto, tj. přeceněná hodnota vlastního kapitálu,
 CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění. [8]

Ocenění metodou DCF entity má dvě fáze a to, ocenění současné hodnoty první fáze a ocenění pokračující hodnoty druhé fáze.

V první fázi budou volné peněžní toky diskontovány pomocí průměrných vážených nákladů na tzv. diskontované volné peněžní toky (FCFF).

V druhé fázi bude stanovena hodnota na základě Gordonova vzorce a parametrického vzorce. Výsledky obou výpočtů by si měly být rovny.

Výpočet Gordonova vzorce je následující:

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} \quad (4)$$

kde:

T poslední rok prognózovaného období,

i_k průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra),

g předpokládané tempo růstu volného peněžního roku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna,

$FCFF$ volný peněžní tok do podniku.

Výpočet parametrického vzorce je následující:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g} \quad (5)$$

kde:

$KPVH$ korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce prognózovaného období,

i_k průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra),

g předpokládané tempo růstu volného peněžního roku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna,

r_1 rentabilita čistých investic.

Výpočet rentability čistého kapitálu je následující:

$$r_1 = \frac{KPVH_t - KPVH_{t-1}}{K_{t-1} - K_{t-2}} \quad (5)$$

2.3.2 Metoda DCF equity

„Tato varianta metody DCF je založena na tom, že po celou dobu výpočtu pracuje přímo s vlastním kapitálem podniku.“ [8, s. 21]

Ocenění metodou DCF equity má následující kroky:

1. Sestavení volného cash flow

Jelikož volné peněžní toky se týkají přímo vlastníků, používá se pojem FCFE – free cash flow to ekvity. Tyto volné peněžní toky představují výplaty podílů na zisku vlastníkům.

[8]

Tabulka č. 5 Výpočet FCFE

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani - Nákladové úroky = Korigovaný výsledek hospodaření před dani
- Upravená daň připadající na korigovaný VH = Korigovaný výsledek hospodaření po dani (tj. korigovaný VH pro vlastníky)
+ Odpisy + Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období (např. změna nákladových rezerv) - Investice do provozně nutného pracovního kapitálu - Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

[8, s.22]

2. Výpočet diskontní míry

Diskontní míra se vypočítá jako úroveň nákladů vlastního kapitálu odpovídajícího konkrétnímu zadlužení oceňovaného podniku v tržních hodnotách a to následujícím způsobem: [8]

$$n_{VK(z)} \quad (6)$$

3. Ocenění

Diskontováním volných peněžních toků pro vlastníky náklady vlastního kapitálu se určí ocenění vlastního kapitálu (viz vzorec níže). Dále, pokud by existovaly v podniku provozně nepotřebné aktiva k datu ocenění, přičetla by se k hodnotě podniku netto.

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1+n_{VK(z)i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)T+1}-g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+n_{VK(z)i})} \quad (7)$$

kde:

H_n hodnota podniku netto,

$FCFE_t$ volný peněžní tok pro vlastníky v roce t ,

$n_{VK(z)i}$ náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i ,

T počet let první fáze,

G tempo růstu ve druhé fázi. [8]

2.3.3 Metoda DCF APV

„Je to metoda dvoukroková obdobně jako DCF entity. Je ale specifická tím, že hodnota brutto je složena ze dvou částí:

- Zvlášť je počítána výnosová hodnota nezadlužené firmy na základě volných peněžních toků do firmy diskontovaných nezadluženými náklady vlastního kapitálu,
- k ní se pak přičítá hodnota daňového štítu plynoucího z nákladových úroků v případě, že podnik je částečně financován úročeným cizím kapitálem.“ [8, s. 23]

Ocenění metodou DCF APV má následující kroky:

1. Výpočet hodnoty nezadlužené firmy

Předpoklady pro výpočet:

- volné peněžní roky celého podniku jsou na úrovni FCFF;
- diskontní míra je v případě financování pouze vlastním kapitálem rovna nákladům vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (tj. $n_{VK(n)}$). [8]

2. Výpočet daňového štítu

Úspory na daních v jednotlivých letech se ocení následujícím způsobem:

$$\text{Roční daňový štít} = CK_{t-1} * n_{CK} * d \quad (6)$$

kde:

CK_{0t-1} úročený cizí kapitál k počátku roku t ,

n_{CK} náklady cizího kapitálu v procentech, tj. úroková míra z CK ,

d sazba daně z příjmů. [8]

3. Ocenění

Prvním krokem je výpočet:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(n)i})} + \frac{FCFF_{T+1}}{n_{VK(n)T+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(n)i})} +$$

$$+ \sum_{t=1}^T \frac{CK_{t-1} * n_{CKt} * d_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{CKi})} + \frac{CK_T * n_{CKT+1} * T + 1}{n_{CKT+1} - g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{CKi})} \quad (8)$$

kde:

H_b hodnota podniku brutto,

$FCFF_t$ volný peněžní tok do firmy v roce t ,

$n_{VK(n)i}$ náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení v roce i ,

n_{CKt} náklady cizího kapitálu v roce t ,

d_t daňová sazba předpokládaná pro rok t ,

T počet let první fáze,

G tempo růstu ve druhé fázi. [8]

V konečném kroku se použije stejný výpočet jako v metodě DCF entity, tj. rovnice (3).

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde:

H_n hodnota podniku netto, tj. přeceněná hodnota vlastního kapitálu,

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění. [8]

2.4 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY

Ekonomická přidaná hodnota (EVA - economic value added) měří ekonomický zisk podniku, který nastává v okamžiku, kdy jsou uhrazeny všechny běžné náklady i náklady kapitálu (vlastního a cizího). [3]

Ocenění metodou EVA má následující kroky:

1. Výpočet ukazatele EVA

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} * WACC_t \quad (9)$$

kde:

NOPAT zisk z operační činnosti podniku po zdanění,

NOA kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku,

WACC průměrné vážené náklady kapitálu. [3]

Aby NOPAT a NOA byly průkazné a nezkrášlovaly výpočet EVA, je třeba převést účetní data na ekonomická, tj. provést určité úpravy. V případě NOA je třeba upravit goodwill, leasing, aktivovat náklady, přecenit majetek. [3]

„Východiskem pro NOA je rozvaha. Její úpravy se týkají následujících okruhů:

- 1) z celkových aktiv je třeba vydělit neoperační aktiva,*
- 2) aktiva je vhodné snížit o neúročený cizí kapitál, aby se předešlo problémům s odhadováním nákladů na tento kapitál při určování diskontní míry,*
- 3) vyloučení mimořádných položek,*
- 4) účetní aktiva je třeba převést na „skutečná“ aktiva.“ [3, s. 324]*

Tabulka č. 6 Úpravy NOPAT

1) VH za účetní období
2) (+) nákladové úroky
3) (-) výnosy z neoperačního majetku (zejména finanční výnosy) (+) náklady na neoperační majetek
4) (+) odpisy goodwillu, má-li trvalý charakter
5) (+) původní náklady s investičním charakterem (-) odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
6) (+) leasingová platba (původní náklad na leasing) (-) odpisy majetku pronajatého na leasing (část leasingové platby připadající na implicitní úroky neodečítáme)
7) (-) neobvyklé zisky (+) neobvyklé ztráty
8) Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
9) Úprava daní na úroveň NOPAT

[3, s. 328]

2. Ocenění

Jelikož u metody ocenění ekonomickou přidanou hodnotou existuje víc variant výpočtu, zaměřím se jen na jednu a to, metodu EVA entity, protože je zaměřená na ocenění celého podniku.

Brutto hodnota podniku za předpokladu proměnlivé výše nákladů kapitálu v jednotlivých letech:

$$H_b = NOA_0 \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1+WAC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1}-g} * \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1+WAC_i)} \quad (10)$$

kde:

H_b hodnota podniku brutto,

NOA_0 čistá operační aktiva k datu ocenění,

EVA_t ekonomická přidaná hodnota v roce t

$WACC_i$ průměrná vážené náklady v roce i ,

T počet let první fáze,

G tempo růstu ve druhé fázi. [8]

V konečném kroku se použije stejný výpočet jako v metodě DCF entity, tj. rovnice (3).

$$H_n = H_b - CK_0$$

kde:

H_n hodnota podniku netto, tj. přeceněná hodnota vlastního kapitálu,

CK_0 cizí úročený kapitál k datu ocenění. [8]

3 ANALÝZA SOUČASNÉHO STAVU

V této části mé diplomové práce se zabývám oceněním společnosti FAGRON, a.s. (dále jen „Společnost“ nebo „FAGRON“) výnosovou metodou. K ocenění společnosti jsem si vybrala metodu DCF entity, která oceňuje podnik jako celek. V této části se budu zabývat daty Společnosti za období let 2014-2018.

3.1 PROFIL SPOLEČNOSTI



Obrázek č. 3 Logo společnosti

[10]

Obchodní firma: **FAGRON a.s.**

Sídlo: Holická 1098/31m, Hodolany, 779 00 Olomouc

Právní forma: Akciová společnost

IC: 46709355

Předmět podnikání:

- výroba nebezpečných chemických látek a nebezpečných chemických směsí a prodej chemických látek a chemických směsí klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické;
- prodej kvasného lihu, konzumního lihu a lihovin;

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona;
- výroba léčivých přípravků;
- výroba léčivých látek;
- distribuce léčivých přípravků;
- výroba veterinárních léčivých přípravků;
- zacházení s návykovými látkami. [9]

Hlavní činností je Společnosti je velkoobchod s farmaceutickými výrobky s CZ-NACE kódem 4646.

Společnost byla založena dne 11. května 1992 Fondem národního majetku České republiky v Praze pod názvem TAMDA a.s. za účelem velkodistribuce léčiv se zaměřením na nákup, adjustaci a prodej léčivých látek do lékáren. V roce 1997 se Společnost sloučila se společnostmi Moraviapharm, a.s. a Respharma, a.s., čímž se výrazně navýšil základní kapitál Společnosti. Základní kapitál byl z rozhodnutí valné hromady razatně snížen na 180 milionů Kč následující rok a v této výši je udržován dodnes. [9, 10]

V dubnu 2008 se Společnost stala součástí mezinárodní belgicko-nizozemské společnosti Fagron. Z toho důvodu došlo dne 1.7.2010 k přejmenování Společnosti na současný název FAGRON a.s. [9, 10]

V současné době se Společnost zaměřuje na výrobu a distribuci léčivých látek a léčivých přípravků nejen do lékáren a zdravotnických zařízení, ale také odběratelům v kosmetickém, potravinářském a veterinárním průmyslu. [10]

Společnost má dceřinnou společnost Fagron Lékárna Holding s.r.o., která zabezpečuje služby Společnosti poskytované jejím zákazníkům z řad lékáren a odborného lékařského segmentu. [9]

3.2 ANALÝZA DAT

3.1.1 Strategická analýza

Ve strategické analýze budu analyzovat trh, na kterém Společnost operuje, její konkurenty a udělám prognózu jejich tržeb.

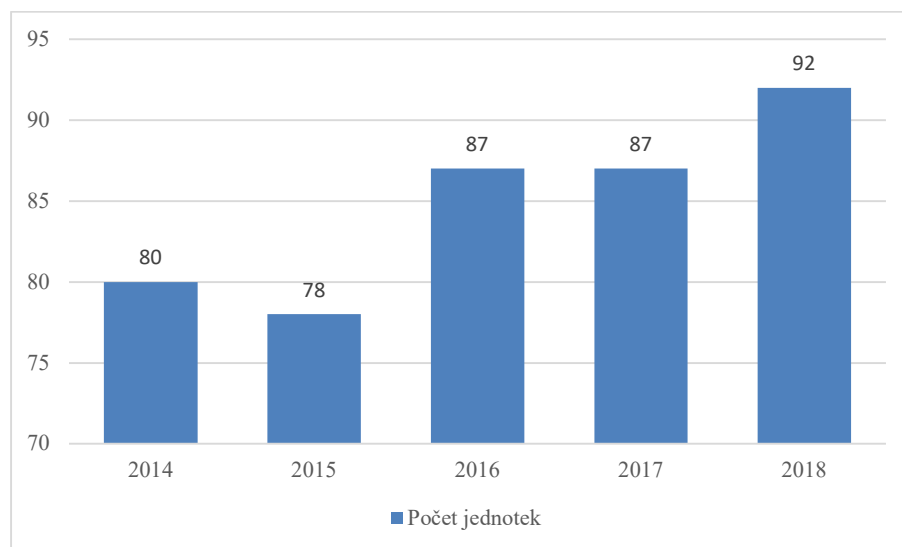
Analýza trhu

Produkce léčiv se v současné době řadí mezi průmyslové sektory s vysokou přidanou hodnotou patřící mezi hig-tech obory. Tento obor je perspektivní se silným progresivním vývojem vyžadujícím vědu a výzkum. Celosvětově je tento obor považován za jeden z hlavních s vysokou mírou investic do výzkumu a vývoje. [11]

V České republice jsou přední farmaceutické společnosti ovládané zahraničními vlastníky a orientují se převážně na produkci generik. Farmaceutický trh v České republice je menší, jelikož se řadí mezi střední a východní Evropu, kde je v porovnání se západní Evropou méně obyvatel. Český trh je tedy znevýhodněn svou velikostí a cenovou politikou. [11]

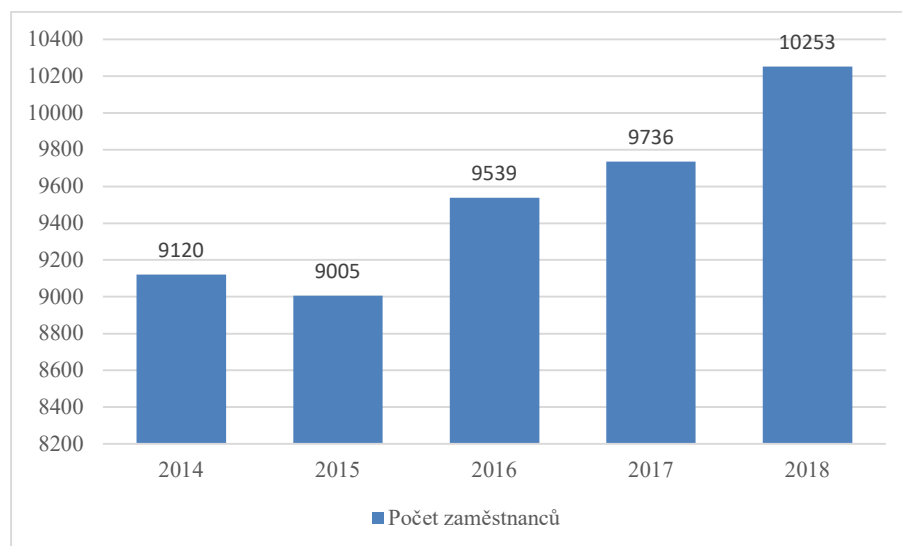
Grafy níže definují hlavní ekonomické ukazatele ve farmaceutickém odvětví v České republice.

Graf č. 1 Počet jednotek v letech 2014-2018



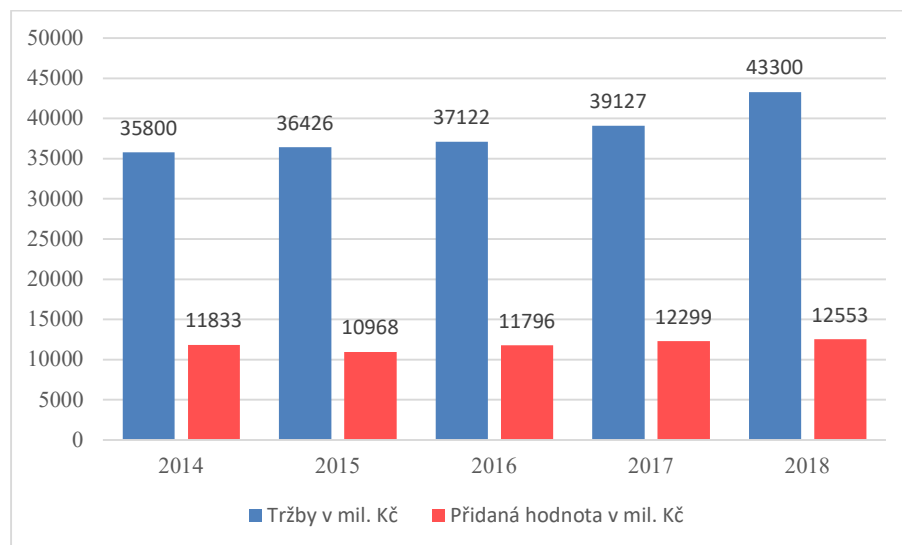
[11, s. 127]

Graf č. 2 Počet zaměstnanců v letech 2014-2018



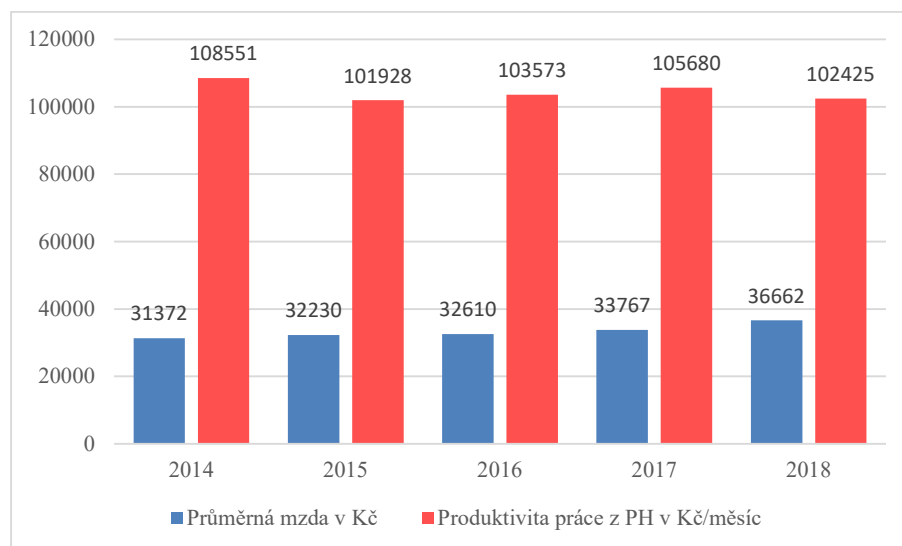
[11, s. 127]

Graf č. 3 Tržby a přidaná hodnota v letech 2014-2018



[11, s. 127]

Graf č. 4 Průměrná mzda a produktivita práce z PH v letech 2014-2018



[11, s. 127]

Analýza konkurence

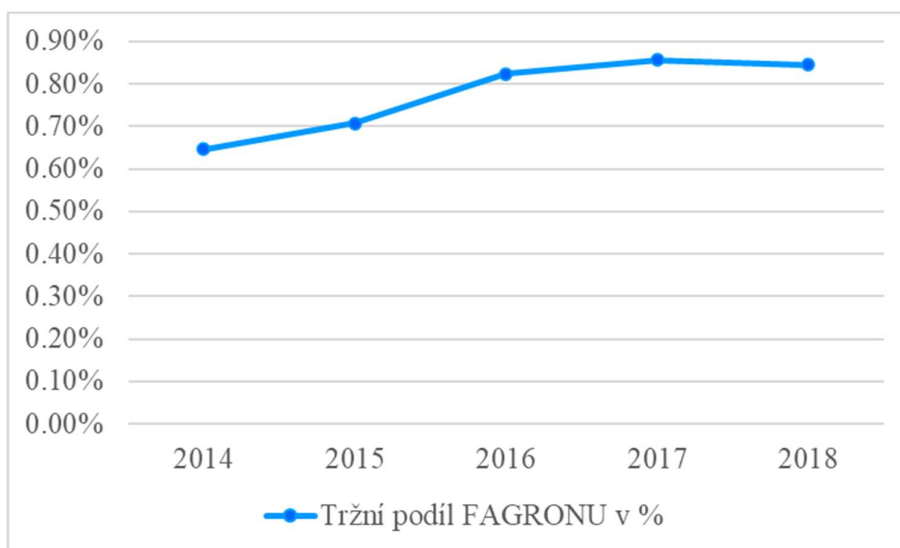
V následující tabulce jsem určila tržní podíl FAGRONU jako poměr jeho tržeb a tržeb relevantního trhu a dále jsem shrnula vývoj tržního podílu ve zkoumaném období.

Tabulka č. 7 Tržní podíl FAGRONU v letech 2014-2018

Rok	Tržba trh v tis. Kč	Tržby FAGRON v tis. Kč	Tržní podíl FAGRON
2014	35,800,000	231,574	0.65%
2015	36,426,000	257,610	0.71%
2016	37,122,000	305,672	0.82%
2017	39,127,000	334,922	0.86%
2018	43,300,000	365,663	0.84%

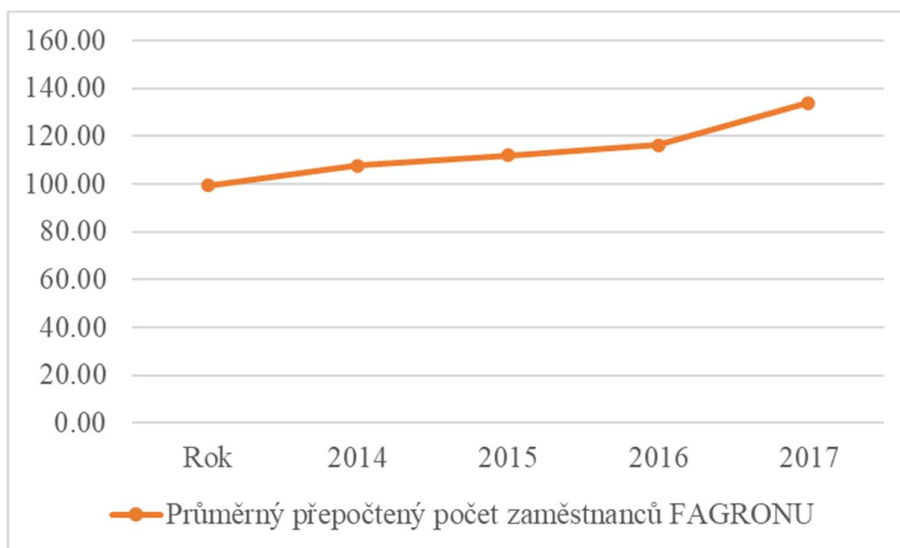
[Vlastní zpracování]

Graf č. 5 Vývoj tržního podílu FAGRONU v letech 2014-2018



[Vlastní zpracování]

Graf č. 6 Průměrný přepočtený počet zaměstnanců FAGRONU v letech 2014-2018



[Vlastní zpracování]

Největšími konkurenty Společnosti operujícími na české trhu jsou následující farmaceutické společnosti:

- Zentiva;

- Teva;
- PRO.MED. CS Praha;
- Bioveta;
- Walmark.

SWOT analýza

SWOT analýza shrnuje silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby Společnosti, které ovlivňují nebo by mohly ovlivnit ekonomickou činnost Společnosti.

Tabulka č. 8 SWOT analýza FAGRONU

Silné stránky (Strengths)	Slabé stránky (Weaknesses)
Kvalita vyráběných výrobků	Nedostatečný marketing
Konkurenční schopnost	Závislost na mateřské společnosti
Dlouholetá působnost na trhu	
Zastřešení mateřskou společností	
Široký sortiment výrobků	
Příležitosti (Opportunities)	Hrozby (Threats)
Otevření nového trhu	Regulace trhu s léčivými
Rozvoj technologií	Snižování cen konkurence
Legislativní změny	Regulace cen léčiv
Spolupráce s mateřskými/sesterskými společnostmi	Platební neschopnost odběratelů
Rozšíření distribuční sítě	Vstup nové konkurence na trh

[Vlastní zpracování]

Perspektivnost podniku a prognóza vývoje růstu tržeb

Na základě atraktivity trhu a posouzení konkurenční schopnosti Společnosti jsem sestavila tzv. „bostonskou matici“, ve které jsem dospěla k závěru, že FAGRON patří mezi podniky s dobrou perspektivou.

Tabulka č. 9 Perspektivnost FAGRONU

Konkurenční síla	Velká	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání (3)	Podniky s dobrou perspektivou (2)	Podniky s jednoznačnou perspektivou (1)
	Střední	Podniky, které by měly změnit zaměření svého podnikání (6)	Podniky s přijatelnou perspektivou (5)	Podniky s dobrou perspektivou (4) FAGRON
	Malá	Podniky téměř bez perspektivy (9)	Podniky s malou perspektivou (8)	Podniky s omezenou perspektivou (7)
		Nízká	Střední	Vysoká
Atraktivita trhu				

[Vlastní zpracování dle Tabulky č. 1]

Jelikož v praxi je jakákoliv zdůvodněná prognóza téměř nemožná, chtěla jsem budoucí vývoj růstu tržeb odhadnout na základě atraktivity farmaceutického trhu a konkurence schopnosti Společnosti. Avšak vzhledem k současné globální zdravotní situaci související s nákazou koronaviru COVID-19, není možné předpovídat budoucí vývoj trhu. Dle dostupných zdrojů je v současné době odhadováno zpomalení farmaceutických trhů v roce 2020 v závislosti na chybějící dodávky materiálů k výrobě z Číny z odhadovaných 5,9 % na optimistický odhad 4 % nárůst, základní hodnotu 1 % nebo pesimistický odhad -6 % dle toho, jak se situace vyvine. Avšak v oblasti např. dezinfekcí, které jsou také výrobky produkovány Společností, se do roku 2024 předpokládá nárůst na globálním trhu o 8,4 %. Z tohoto důvodu není možné prognózu vývoje růstu tržeb trhu a Společnosti zpracovat, protože by se jednalo o pouhé domněnky v takto nestandardní situaci. [12, 13]

Nicméně jsem se pro účely této práce rozhodla zpracovat prognózu trhu na základě optimistických odhadů (viz údaje výše) a perspektivy podniku.

Tabulka č. 10 Prognóza tržeb trhu a FAGRONU

	Rok	Tržby trhu		Tržby FAGRON		
		v tis. Kč	tempo růstu v %	v tis. Kč	tempo růstu v %	tržní podíl v %
Minulost	2014	35,800,000	x	231,574	x	0.65
	2015	36,426,000	1.72	257,610	10.11	0.71
	2016	37,122,000	1.87	305,672	15.72	0.82
	2017	39,127,000	5.12	334,922	8.73	0.86
	2018	43,300,000	9.64	365,663	8.41	0.84
Prognóza	2019	48,106,300	9.99	401,864	9.01	0.84
	2020	51,136,997	5.93	427,181	5.93	0.84
	2021	54,716,587	6.54	463,491	7.83	0.85
	2022	59,093,914	7.41	514,475	9.91	0.87

[Vlastní zpracování]

3.1.2 Finanční analýza

V této části práce se zabývám zhodnocením finančních ukazatelů Společnosti, které slouží k určení finančního zdraví podniku. Ve finální analýze jsem se zaměřila na analýzu poměrových ukazatelů, analýzu rozvahy, analýzu výkazu zisku a ztráty a analýzu peněžních toků.

K výpočtům jsem použila výroční zprávy a účetní závěrky FAGRONU ze zkoumaného období 2014-2018.

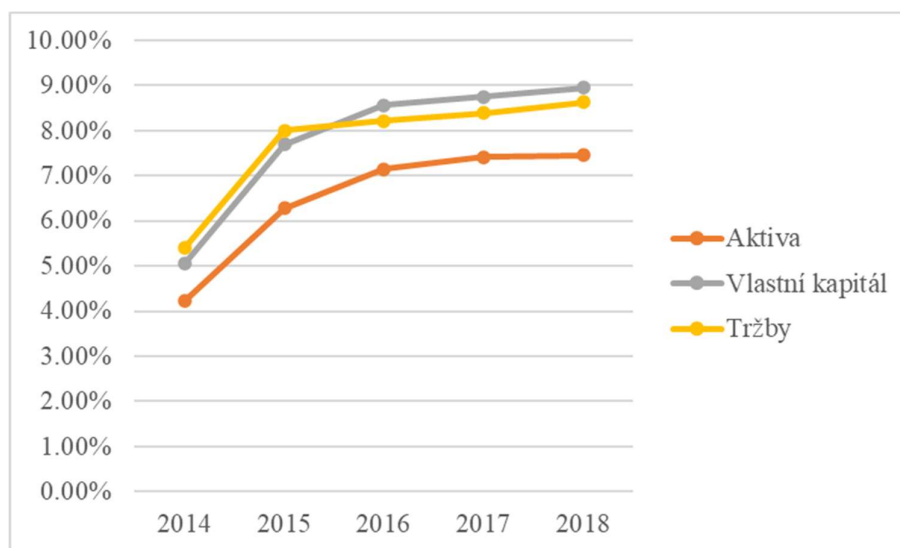
Analýza poměrových ukazatelů

Tabulka č. 11 Ukazatele rentability FAGRONU v letech 2014-2018

Rentabilita	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva	4.23%	6.28%	7.15%	7.41%	7.45%
Vlastní kapitál	5.05%	7.69%	8.56%	8.76%	8.95%
Tržby	5.39%	8.00%	8.21%	8.39%	8.63%

[Vlastní zpracování]

Graf č. 7 Vývoj ukazatelů rentability FAGRONU v letech 2014-2018



[Vlastní zpracování]

Rentabilita aktiv se v roce 2014 pohybovala pod žádanou hranicí 5 %, nicméně Společnost se v dalších letech dostala nad tuto hranici a svou výnosnost kapitálu nadále zvyšovala. Dle databáze Amadeus medián CZ-NACE 4646 v letech 2016-2018 dosahoval hodnot v rozmezí 3,63-3,85 %, který Společnost značně převýšila.

Do roku 2015 se rentabilita vlastního kapitálu pohybovala pod doporučenou úroveň 8 %, v dalších letech Společnost tuto hranici překročila a nadále rentabilitu zvyšovala. Dle databáze Amadeus medián CZ-NACE 4646 v letech 2016-2018 dosahoval hodnot v rozmezí 15,54-16,55 %, kterého Společnost nedosahuje.

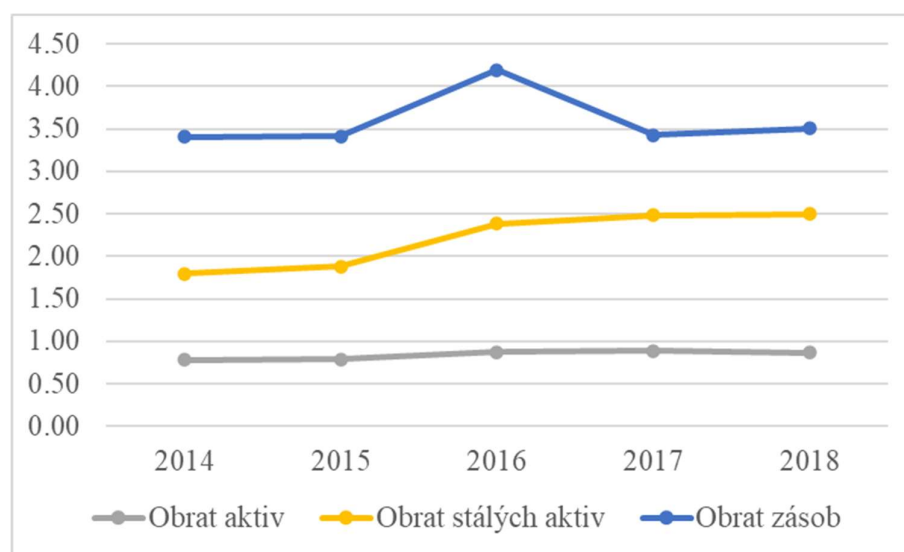
Společnost v celém zkoumaném období zvyšovala svoji rentabilitu tržeb. Nicméně, dle databáze Amadeus medián CZ-NACE 4646 v letech 2016-2018 dosahoval hodnot v rozmezí 12,8-13,18 %, kterého Společnost nedosahuje.

Tabulka č. 12 Ukazatele aktivity FAGRONU v letech 2014-2018

Aktivita	2014	2015	2016	2017	2018
Obrat aktiv	0.78	0.78	0.87	0.88	0.86
Obrat stálých aktiv	1.80	1.88	2.38	2.49	2.49
Obrat zásob	3.41	3.41	4.19	3.43	3.50
Doba obratu zásob ve dnech	107.12	106.94	87.05	106.51	104.20
Doba obratu pohledávek ve dnech	57.76	92.13	89.85	82.96	131.67
Doba obratu závazků ve dnech	74.17	83.49	66.79	61.28	70.86

[Vlastní zpracování]

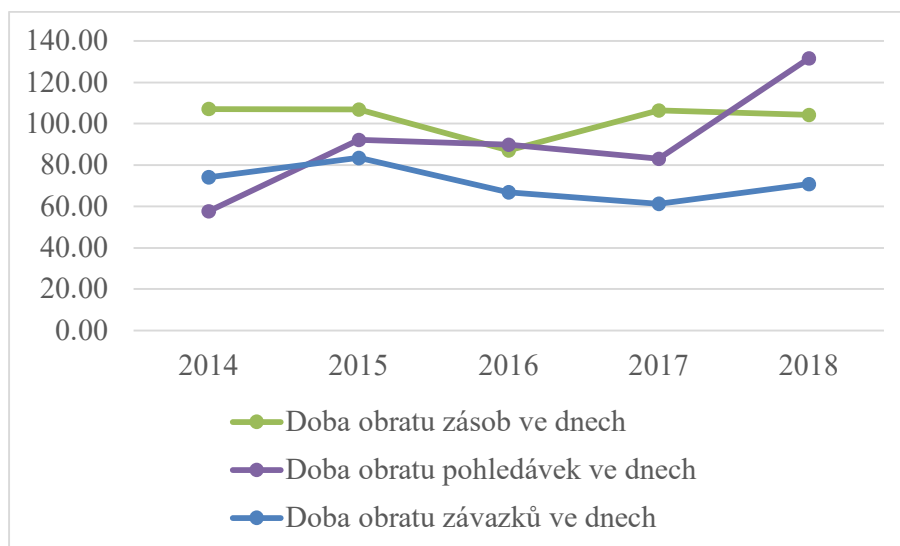
Graf č. 8 Vývoj ukazatelů aktivity FAGRONU v letech 2014-2018 1. část



[Vlastní zpracování]

Obrat aktiv bohužel ve zkoumaném období nedosahuje doporučené hodnoty 1, avšak blíží se jí. Obratovost zásob se pohybuje na dobré úrovni.

Graf č. 9 Vývoj ukazatelů aktivity FAGRONU v letech 2014-2018 2. část



[Vlastní zpracování]

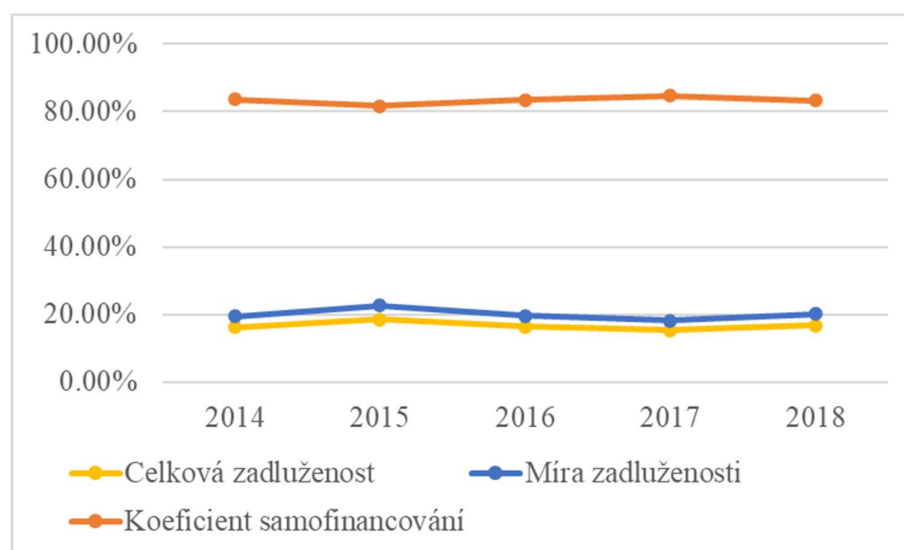
Společnost ve zkoumaném období hradila své závazky včas. Pohledávky byly kromě roku 2018 Společnosti hrazeny v době odpovídající standardní době splatnosti, v roce 2018 byl zaznamenán znepokojivý nárůst doby obratu z důvodu možných problémových odběratelů se špatnou platební morálkou.

Tabulka č. 13 Ukazatele zadluženosti FAGRONU v letech 2014-2018

Zadluženost	2014	2015	2016	2017	2018
Celková zadluženost	16.28%	18.50%	16.47%	15.35%	16.75%
Míra zadluženosti	19.44%	22.67%	19.72%	18.14%	20.13%
Koeficient samofinancování	83.72%	81.61%	83.53%	84.65%	83.25%
Úrokové krytí	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Úrokové zatížení	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

[Vlastní zpracování]

Graf č. 10 Vývoj ukazatelů zadluženosti FAGRONU v letech 2014-2018



[Vlastní zpracování]

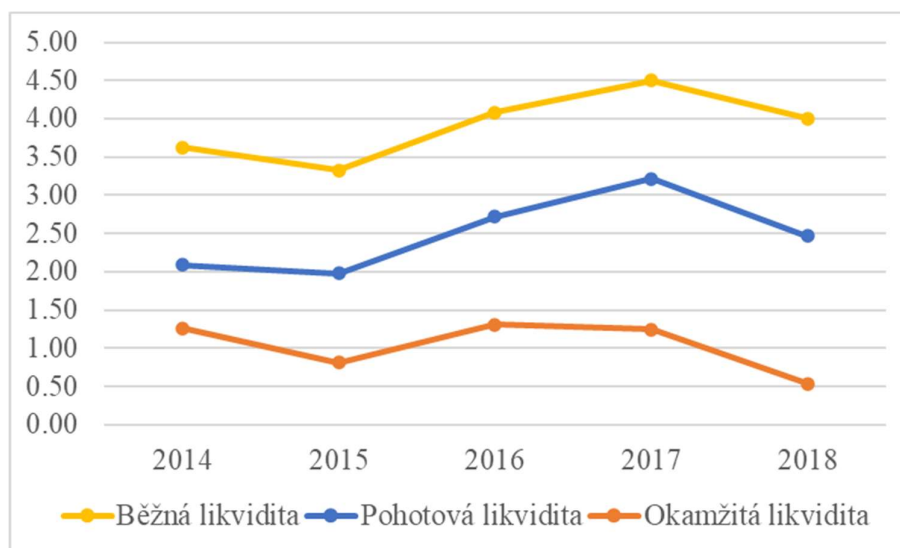
Z ukazatelů zadluženosti vyplývá, že Společnost si udržuje podobnou hladinu zadluženosti na nízké míře a samofinancuje své aktiva z více než 80%. Dle databáze Amadeus medián míry zadluženosti CZ-NACE 4646 v letech 2016-2018 dosahoval hodnot v rozmezí 39,29-42,32 %, kterého Společnost nedosahuje, tj. Společnost je podstatně méně zadlužená.

Tabulka č. 14 Ukazatele likvidity FAGRONU v letech 2014-2018

Likvidita	2014	2015	2016	2017	2018
Běžná likvidita	3.62	3.32	4.08	4.50	4.00
Pohotová likvidita	2.09	1.97	2.72	3.22	2.47
Okamžitá likvidita	1.26	0.81	1.30	1.24	0.54

[Vlastní zpracování]

Graf č. 11 Vývoj ukazatelů likvidity FAGRONU v letech 2014-2018



[Vlastní zpracování]

Společnost nemá ve sledovaném období problém s běžnou, pohotovou ani okamžitou likviditou, tj. její schopnost hradit krátkodobé závazky je velmi dobrá. Běžná, pohotová i okamžitá likvidita Společnosti se pohybuje nad doporučeným rozmezím, tj. nad 2,5 v případě běžné likvidity, nad 1,2 v případě pohotové likvidity a nad 0,5 v případě okamžité likvidity.

Dle databáze Amadeus medián běžné likvidity CZ-NACE 4646 v letech 2016-2018 dosahoval hodnot v rozmezí 1,53-1,62, který Společnost značně přesahuje.

Analýza rozvahy

Analýza rozvahy zahrnuje horizontální analýzu aktiv a pasiv, vertikální analýzu aktiv a pasiv. Horizontální analýza je zaměřena na absolutní a relativní změny položek rozvahy. Vertikální analýza je zaměřená na procentuální podíl jednotlivých položek.

Tabulka č. 15 Horizontální analýza aktiv FAGRONU v letech 2014-2018

Struktura aktiv	2014		2015		2016		2017		2018	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Aktiva celkem	20,160	7.32	32,891	11.13	22,512	6.86	28,347	8.08	44,514	11.74
Dlouhodobý majetek	3,073	2.33	7,735	5.74	-9,457	-6.64	5,739	4.31	11,263	8.12
Dlouhodobý nehmotný majetek	-616	-9.47	-577	-9.79	-721	-13.57	-674	-14.67	-636	-16.23
Dlouhodobý hmotný majetek	3,689	2.95	8,212	6.37	-8,736	-6.37	6,413	5.00	11,899	8.83
Dlouhodobý finanční majetek	0	0.00	100	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Oběžná aktiva	17,031	11.86	25,238	15.71	31,882	17.15	22,645	10.40	32,420	13.49
Zásoby	7,227	11.90	7,510	11.05	-2,571	-3.41	24,834	34.06	6,650	6.80
Dlouhodobé pohledávky	0	0.00	2,347	164.36	9,350	247.68	2,975	22.67	3,704	23.01
Krátkodobé pohledávky	-867	-2.40	26,035	73.93	868	1.42	-2,092	-3.37	52,081	86.76
Finanční majetek	10,671	23.54	-10,654	-19.02	24,235	53.44	-3,072	-4.41	-30,015	-45.12
Časové rozlišení	56	200.00	-82	-97.62	87	4,350.00	-37	-41.57	831	1,598.08

[Vlastní zpracování]

Tabulka č. 16 Horizontální analýza pasiv FAGRONU v letech 2014-2018

Struktura pasiv	2014		2015		2016		2017		2018	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Pasiva celkem	20,160	7.32	32,891	11.13	22,512	6.86	28,347	8.08	44,514	11.74
Vlastní kapitál	12,484	5.32	20,608	8.33	25,096	9.37	27,926	9.53	31,749	9.89
Cizí zdroje	7,705	19.08	12,644	26.29	-2,943	-4.85	429	0.74	12,764	21.92
Rezervy	1	0.10	777	75.07	47	2.59	132	7.10	-1,991	-100.00
Dlouhodobé závazky	214	8.59	311	11.50	-417	-13.83	193	7.43	0	0.00
Krátkodobé závazky	7,490	20.32	11,556	26.05	-2,573	-4.60	104	0.19	14,755	27.61
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Časové rozlišení	-29	-74.36	-361	-3,610.00	359	-102.28	-8	-100.00	1	0.00

[Vlastní zpracování]

Tabulka č. 17 Vertikální analýza aktiv FAGRONU v letech 2014-2018

Struktura aktiv v %	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Dlouhodobý majetek	45.61	43.40	37.92	36.60	35.41
Dlouhodobý nehmotný majetek	1.99	1.62	1.31	1.03	0.77
Dlouhodobý hmotný majetek	43.62	41.75	36.58	35.54	34.61
Dlouhodobý finanční majetek	0.00	0.03	0.03	0.03	0.02
Oběžná aktiva	54.36	56.60	62.06	63.39	64.38
Zásoby	23.00	22.99	20.78	25.77	24.64
Dlouhodobé pohledávky	0.48	1.15	3.74	4.25	4.67
Krátkodobé pohledávky	11.92	18.65	17.70	15.83	26.46
Finanční majetek	18.96	13.81	19.83	17.54	8.61
Časové rozlišení	0.03	0.00	0.03	0.01	0.21

[Vlastní zpracování]

Tabulka č. 18 Vertikální analýza pasiv FAGRONU v letech 2014-2018

Struktura pasiv v %	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Vlastní kapitál	83.72	81.61	83.53	84.65	83.25
Cizí zdroje	16.28	18.50	16.47	15.35	16.75
Rezervy	0.35	0.55	0.53	0.53	0.00
Dlouhodobé závazky	0.92	0.92	0.74	0.74	0.66
Krátkodobé závazky	15.01	17.03	15.20	14.09	16.09
Bankovní úvěry a výpomoci	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Časové rozlišení	0.00	-0.11	0.00	0.00	0.00

[Vlastní zpracování]

Z horizontální a vertikální analýzy vyplývá, že bilanční suma se každý rokem zvyšuje o 6,86-11,74 %.

Ze začátku sledovaného období tvořil dlouhodobý majetek až 45 % aktiv, postupně se jeho hodnota snížila zhruba na jednu třetinu aktiv a oběžná aktiva se zvýšila až na dvě třetiny aktiv. Oběžná aktiva rostla v návaznosti na zvýšení dlouhodobých a krátkodobých pohledávek.

Společnost udržovala stejnou hladinu vlastního kapitálu a cizích zdrojů ve sledovaném období a nevyužívala bankovní úvěry. Závazky společnosti byly také během období udržovány ve stejných hodnotách.

Analýza výkazu zisku a ztráty

Analýza výkazu zisku a ztráty je provedena horizontálním a vertikálním způsobem podobně jako analýza rozvahy.

Tabulka č. 19 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014		2015		2016		2017		2018	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
Tržby za prodej zboží	25,638	12.45	26,036	11.24	48,062	18.66	29,250	9.57	30,741	9.18
Náklady vynaložené na prodané zboží	14,739	12.45	6,993	5.25	28,680	20.47	21,949	13.01	26,353	13.82
Obchodní marže	10,899	12.44	19,043	19.34	19,382	16.49	7,301	5.33	4,388	3.04
Výkony	-9,789	-5.65	35,542	21.74	18,531	9.31	20,085	9.23	23,252	9.79
Výkonová spotřeba	303	0.17	35,741	19.49	27,139	12.38	18,743	7.61	12,803	4.83
Přidaná hodnota	807	1.04	18,844	23.99	10,774	11.06	8,643	7.99	14,837	12.70
Osobní náklady	6,851	15.73	6,457	12.81	4,753	8.36	4,476	7.27	7,589	11.48
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	141	503.57	-101	-59.76	329	483.82	-373	-93.95	36	150.00
Provozní výsledek hospodaření	-5,399	-25.04	10,654	65.91	5,255	19.59	5,146	16.04	3,779	10.15
Výnosové úroky	-7	-8.05	-8	-10.00	120	166.67	-17	-8.85	-153	-87.43
Nákladové úroky	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
Finanční výsledek hospodaření	-480	-146.79	-293	191.50	-270	60.54	-1,055	147.35	635	-35.86
Výsledek hospodaření za účetní období	-3,568	-22.23	8,123	65.07	4,489	21.78	3,008	11.99	3,470	12.35
Výsledek hospodaření před zdaněním	-5,879	-26.86	10,361	64.71	4,985	18.90	4,091	13.05	4,414	12.45

[Vlastní zpracování]

Tabulka č. 20 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty FAGRONU v letech 2014-2018

Položka v %	2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Náklady vynaložené na prodané zboží	57.47	54.38	55.21	56.94	59.36
Obchodní marže	42.53	45.62	44.79	43.06	40.64
Výkony	70.59	77.25	71.17	70.95	71.34
Výkonová spotřeba	79.19	85.06	80.57	79.13	75.98
Přidaná hodnota	33.92	37.81	35.39	34.88	36.00
Osobní náklady	21.76	22.07	20.15	19.73	20.15
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0.07	0.03	0.13	0.01	0.02
Provozní výsledek hospodaření	6.98	10.41	10.49	11.11	11.21
Výnosové úroky	0.03	0.03	0.06	0.05	0.01
Nákladové úroky	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Finanční výsledek hospodaření	-0.07	-0.17	-0.23	-0.53	-0.31
Výsledek hospodaření za účetní období	5.39	8.00	8.21	8.39	8.63
Výsledek hospodaření před zdaněním	6.91	10.24	10.26	10.58	10.90

[Vlastní zpracování]

Tržby Společnosti rostou každý rok, v posledních dvou letech byl tento růst v menší míře. Podíl osobních nákladů a výkonové spotřeby v průběhu období mírně klesá, avšak zachovává si stabilitu.

Podíl provozního výsledku a výsledku hospodaření se kromě prvního sledovaného roku pohybuje na stejné úrovni a je tedy stabilní.

Analýza peněžních toků

Analýza peněžních toků zahrnuje položky čistého peněžního roku z provozní činnosti, investiční činnosti a finanční činnosti a určuje celkový peněžní rok na konci účetních období.

Tabulka č. 21 Analýza peněžních toků FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní tok celkem na začátku účetního období	45,337	56,008	45,354	69,589	66,517
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	22,436	6,020	24,858	11,362	-9,454
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-11,979	-16,986	-206	-14,627	-20,736
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	214	311	-417	193	0
Peněžní tok celkem na konci účetního období	56,008	45,353	69,589	66,517	36,327

[Vlastní zpracování]

Společnost stabilně dosahuje kladného celkového peněžního toku. Provozní peněžní tok je také kladný kromě roku 2018, kdy došlo ke sníženému z důvodu změny pohledávek z provozní činnosti a nepeněžních složek pracovního kapitálu. Investiční peněžní tok je záporný z důvodu investic do stálých aktiv. Změny finančního peněžního toku se vztahují k vypláceným dividendám.

3.1.3 Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná/nenutná

V této fázi ocenění podniku je třeba upravit aktiva podniku na provozně nutná a nenutná, tj. na ta, která se týkají hlavní ekonomické činnosti podniku.

Tabulka č. 22 Provozně nutný finanční majetek FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Peníze	28	145	41	68	41
Účty v bankách	55,980	45,209	69,548	66,449	36,461
Krátkodobý cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
Finanční majetek celkem	56,008	45,354	69,589	66,517	36,502

[Vlastní zpracování]

Jelikož Společnost nemá ve finančním majetku zahrnuty krátkodobé cenné papíry a podíly, není třeba celkový finanční majetek o tyto položky upravit.

Tabulka č. 23 Provozně nutné peněžní prostředky FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Peněžní prostředky celkem	56,008	45,354	69,589	66,517	36,502
Krátkodobý cizí kapitál celkem	39,401	36,566	40,292	46,205	51,980
Okamžitá likvidita	1.42	1.24	1.73	1.44	0.70
Provozně nutné peněžní prostředky	7,880	7,313	8,058	9,241	10,396

[Vlastní zpracování]

Poměr okamžité likvidity peněžních prostředků vůči krátkodobého cizího kapitálu dosahuje vysokých hodnot, tj. Společnost udržuje v pokladně a na bankovních účtech vyšší stav peněz, než je provozně nutné. Doporučená hodnota je ve výši 20 %, proto to byly peněžní prostředky upraveny na provozně nutné.

Tabulka č. 24 Provozně nutný dlouhodobý finanční majetek FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	100	100	100	100
Provozně nutný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

[Vlastní zpracování]

Dlouhodobý finanční majetek byl upraven o podíly v ovládaných osobách na provozně nutný.

Tabulka č. 25 Provozně nutný investovaný kapitál FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Dlouhodobý nehmotný majetek	5,891	5,314	4,593	3,919	3,283
Dlouhodobý hmotný majetek	128,871	137,083	128,347	134,760	146,659
Provozně nutný dlouhodobý majetek	134,762	142,497	133,040	138,779	150,042
Zásoby	67,964	75,474	72,903	97,737	104,387
Krátkodobé pohledávky	35,215	61,250	62,118	60,026	112,107
Provozně nutné peněžní prostředky	7,880	7,313	8,058	9,241	10,396
Časové rozlišení aktivní	84	2	89	52	883
Krátkodobé závazky	44,355	55,911	53,338	53,442	68,197
Časové rozlišení pasivní	10	-351	8	0	1
Provozně nutný pracovní kapitál	66,778	88,479	89,822	113,614	159,575
Provozně nutný investovaný kapitál	201,540	230,976	222,862	252,393	309,617

[Vlastní zpracování]

Provozně nutný investovaný kapitál se skládá z provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu. Pracovní kapitál byl spočítán ze zásob, krátkodobých pohledávek, provozně nutných peněžních prostředků a ostatní aktiv a ponížen o krátkodobé závazky a ostatní pasiva.

Tabulka č. 26 Korigovaný provozní výsledek hospodaření FAGRONU v letech 2014-2018

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
Provozní výsledek hospodaření	16,165	26,819	32,074	37,220	40,999
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	169	68	397	24	60
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	15,996	26,751	31,677	37,196	40,939

[Vlastní zpracování]

Provozní výsledek hospodaření byl očištěn o tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu.

Závěr finanční analýzy

Z finanční analýzy dat společnost za období 2014-2018 vyplývá, že Společnost je stabilní a v dobrém finančním stavu. Tržby Společnosti v celém sledovaném období rostou, stejně jako výsledek hospodaření a tento pozitivní vývoj se předpokládá i do budoucnosti.

Společnost je vysoce likvidní a její míra zadluženosti je nízká. Společnost nevyužívá bankovní úvěry a výpomoci.

Společnost je schopna využívat své aktiva efektivně, což značí jejich obrat. Dále také je schopna splácet své závazky ve standardní lhůtě splatnosti, tj. do 90 dnů. Proto lze považovat Společnost za důvěryhodnou s dobrou pověstí.

3.1.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

V této kapitole bude proveden analýza a prognóza generátorů hodnoty a to, tržeb, ziskové marže, investic do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Tržby

Tržby a jejich prognóza byly stanoveny ve strategické analýze v tabulce č. 10. V následující tabulce č. 27 je shrnut vývoj tržeb v minulosti a jejich predikce v budoucnosti.

Tabulka č. 27 Shrnutí prognózy tržeb FAGRONU

	Rok	Tržby FAGRON		
		v tis. Kč	tempo růstu v %	průměrné tempo růstu v %
Minulost	2014	231,574	x	x
	2015	257,610	10.11	10.74
	2016	305,672	15.72	
	2017	334,922	8.73	
	2018	365,663	8.41	
Prognóza	2019	401,864	9.01	8.17
	2020	427,181	5.93	
	2021	463,491	7.83	
	2022	514,475	9.91	

[Vlastní zpracování]

Provozní zisková marže a její prognóza

V této části práce vycházím z vypočítaného korigovaného provozního výsledku hospodaří a tržeb a jejich prognózy. Proto nejprve je třeba provést i prognózu ziskové marže ato, prognózou shora a prognózou zdola.

Tabulka č. 28 Prognóza provozní ziskové marže FAGRONU shora

	Rok	Korigovaný provozní výsledek hospodaření	Provozní zisková marže	Průměrná provozní zisková marže v %
Minulost	2014	15,996	6.91%	9.99
	2015	26,751	10.38%	
	2016	31,677	10.36%	
	2017	37,196	11.11%	
	2018	40,939	11.20%	
Prognóza	2019	45,411	11.30%	11.42
	2020	48,271	11.30%	
	2021	52,606	11.35%	
	2022	60,297	11.72%	

[Vlastní zpracování]

Jelikož provozní zisková marže ve zkoumaném období mírně rostla a podnik je stabilní, lze předpokládat, že provozní zisková marže bude mírně stoupat i v dalších letech.

Tabulka č. 29 Provozní zisková marže FAGRONU zdola - minulost

Podíly z tržeb minulost	2014	2015	2016	2017	2018
Náklady vynaložené na prodané zboží	57.47%	54.38%	55.21%	56.94%	59.36%
Výkonová spotřeba	79.19%	85.06%	80.57%	79.13%	75.98%
Osobní náklady	21.76%	22.07%	20.15%	19.73%	20.15%
Daně a poplatky	0.05%	0.09%	0.12%	0.06%	0.07%
Ostatní provozní položky	-0.04%	0.21%	0.08%	-0.07%	0.30%
Náklady na prodané zboží					
Náklady na prodané zboží	133,088	140,081	168,761	190,710	217,063
Tempo růstu	12.45%	5.25%	20.47%	13.01%	13.82%
Průměrné tempo růstu	13.00%				
Výkonová spotřeba					

Výkonová spotřeba	183,388	219,129	246,268	265,011	277,814
Tempo růstu	0.17%	19.49%	12.38%	7.61%	4.83%
Průměrné tempo růstu	8.90%				
Osobní náklady					
Osobní náklady	50,398	56,855	61,608	66,084	73,673
Tempo růstu	15.73%	12.81%	8.36%	7.27%	11.48%
Průměrné tempo růstu	11.13%				

[Vlastní zpracování]

Tabulka č. 30 Prognóza zisková marže FAGRONU zdola

Podíly z tržeb prognóza	2019	2020	2021	2022
Náklady vynaložené na prodané zboží	59.36%	59.00%	59.00%	59.00%
Výkonová spotřeba	75.98%	75.50%	75.60%	75.50%
Osobní náklady	20.15%	20.50%	20.70%	20.80%
Daně a poplatky	0.07%	0.08%	0.09%	0.10%
Ostatní provozní položky	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Náklady na prodané zboží				
Náklady na prodané zboží	247,061	281,600	321,052	366,064
Tempo růstu	13.82%	13.98%	14.01%	14.02%
Průměrné tempo růstu	13.96%			
Výkonová spotřeba				
Výkonová spotřeba	316,208	360,414	410,908	468,517
Tempo růstu	5.51%	5.90%	6.34%	7.32%
Průměrné tempo růstu	6.27%			
Osobní náklady				
Osobní náklady	75,217	85,732	97,743	111,447
Tempo růstu	10.50%	7.50%	9.75%	10.78%
Průměrné tempo růstu	9.63%			

[Vlastní zpracování]

Předpokládám, že podíl nákladů na prodané zboží zůstane i v budoucnu na podobné úrovni, jelikož Společnost zachová současné nákupní podmínky.

Výkonová spotřeba měla v minulosti klesající tendenci, proto byly použity nižší hodnoty nárůstu, než je průměrná hodnota za sledované období.

Společnost udržuje osobní náklady na motivační úrovni, proto se očekává jen mírný nárůst. V roce 2020 se očekává nižší nárůst z důvodu situace na trhu.

Tabulka č. 31 Sladění prognóz ziskové marže FAGRONU

Položka	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tržby	231,574	257,610	305,672	334,922	365,663	401,864	427,181	463,491	514,475
Náklady na prodané zboží	133,088	140,081	168,761	190,710	217,063	247,061	281,600	321,052	366,064
Výkonová spotřeba	183,388	219,129	246,268	265,011	277,814	316,208	360,414	410,908	468,517
Osobní náklady	50,398	56,855	61,608	66,084	73,673	75,217	85,732	97,743	111,447
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	15,996	26,751	31,677	37,196	40,939	45,411	48,271	52,606	60,297
Zisková marže	6.91%	10.38%	10.36%	11.11%	11.20%	11.30%	11.30%	11.35%	11.72%

[Vlastní zpracování]

Po sladění prognóz ziskové marže shora a zdola se výše ziskové marže ustálila na 11,3-11,72 %.

Upravený pracovní kapitál

V první fázi úpravy pracovního kapitálu je predikovat dobu obratu zásob, dobu obratu pohledávek a dobu obratu závazků za předpokladu, že rok má 365 dnů.

Tabulka č. 32 Doba obratu FAGRONU

Doba obratu	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Doba obratu zásob ve dnech	107.12	106.94	87.05	106.51	104.20	102.36	102.36	102.36	102.36
Doba obratu pohledávek ve dnech	57.76	92.13	89.85	82.96	131.67	90.87	90.87	90.87	90.87
Doba obratu závazků ve dnech	74.17	83.49	66.79	61.28	70.86	71.32	71.32	71.32	71.32
Provozně nutná likvidita	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

[Vlastní zpracování]

Jelikož doby obratu zásob, pohledávek a závazků byly v průběhu sledovaného období proměnlivé, byly pro prognózu dob obratu v letech 2019-2022 použity průměrně hodnoty. V případě doby obratu pohledávek se předpokládá, že Společnost si bude více hlídat platební morálku odběratelů, aby dodržovali standardní doby splatnosti, tj. 90 dní.

Tabulka č. 33 Prognóza upraveného pracovního kapitálu FAGRONU

Položka v tis. Kč	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zásoby	67,964	75,474	72,903	97,737	104,387	112,703	119,804	129,987	144,286
Krátkodobé pohledávky	35,215	61,250	62,118	60,026	112,107	100,052	106,355	115,395	128,089
Provozně nutné peněžní prostředky	7,880	7,313	8,058	9,241	10,396	14,035	14,175	14,600	15,038
Časové rozlišení aktivní	84	2	89	52	883	112	89	60	75
Krátkodobé závazky	44,355	55,911	53,338	53,442	68,197	70,500	57,600	66,852	72,360
Časové rozlišení pasivní	10	-351	8	0	1	0	0	0	0
Provozně nutný pracovní kapitál	66,778	88,479	89,822	113,614	159,575	156,402	182,823	193,190	215,127
Koeficient náročnosti růstu tržeb	69%					37%			

[Vlastní zpracování]

U prognózy upraveného pracovního kapitálu byly použity doby obratu jednotlivých položek pracovního kapitálu a jejich předpokládaného vývoje do budoucnosti. Jelikož Společnost nemá nevyužívá bankovní úvěry, nebylo třeba je vyčlenit z krátkodobých závazků.

V prognóze dalších let je provozně nutná výše peněz navýšena a zůstane na úrovni 20 % krátkodobých závazků.

Z prognózy vyplývá, že upravený pracovní kapitál bude mít rostoucí vývoj. Průměrný koeficient náročnosti růstu se vypočítal jako podíl změny upraveného pracovního kapitálu a změny tržeb za sledované období, stejným výpočtem se vypočítala i hodnota koeficientu v budoucnosti.

Investice do dlouhodobého majetku

Tato část práce se zaměřuje pouze na investice do dlouhodobého majetku, který jen provozně nutný, tj. Společnost jej využívá ke své hlavní ekonomické činnosti.

Kvůli zvýšení přenosti výpočtu bude dlouhodobý majetek rozčleněn na dlouhodobý nehmotný majetek, stavby a samostatné movité věci. Společnost neplánuje investice do pozemků. Nejprve byl stanoven koeficient investiční náročnosti růstu tržeb v souladu s odpisy rozdělenými poměrově na jednotlivé složky majetku. Tyto odpisy byly očištěny o odpisy vztahující se k pozemkům.

Tabulka č. 34 Investiční náročnost růstu tržeb FAGRONU v letech 2014-2018

Nehmotný majetek	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku	5,891	5,314	4,593	3,919	3,283
Odpisy		409	369	365	290
Investice netto		-577	-721	-674	-636
Investice brutto		-168	-352	-309	-346
Investiční náročnost tržeb					-0.08%
Stavby	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku	97,670	95,893	92,985	90,244	103,212
Odpisy		6,774	6,667	7,399	6,677
Investice netto		-1,777	-2,908	-2,741	12,968
Investice brutto		4,997	3,759	4,658	19,645
Investiční náročnost tržeb					2.21%
Samostatné movité věci	2014	2015	2016	2017	2018
Stav majetku	17,995	23,534	19,553	16,983	27,405
Odpisy		1,248	1,636	1,556	1,257
Investice netto		5,539	-3,981	-2,570	10,422
Investice brutto		6,787	-2,345	-1,014	11,679
Investiční náročnost tržeb					1.01%

[Vlastní zpracování]

Následně byly odhadnuty investice v brutto výši dle prognózovaných tržeb v letech 2019-2022.

Tabulka č. 35 Koefficient náročnosti růstu tržeb FAGRONU

Položka	Investiční náročnost za minulost	Odhad investic brutto pro plán tržeb v letech 2019-2022
Nehmotný majetek	-0.08%	-1,419
Stavby	2.21%	39,946
Samostatné movité věci	1.01%	18,254
Celkem	3.14%	56,781

[Vlastní zpracování]

Výsledný koefficient náročnosti růst tržeb na investice do dlouhodobého majetku se rovná podílu odhadu brutto investic a prognózovaných tržeb a činí 3,14 %.

Tabulka č. 36 Prognóza celkových investic FAGRONU

Nehmotný majetek		2018	2019	2020	2021	2022	Celkem
Původní	Odpisy	290	219	823	822	-1,419	
	Zůstatková hodnota	3,283	3,064	2,241	1,419	0	
Nový	Investice brutto		3,555	2,500	1,795	-9,269	-1,419
	Pořizovací cena k 31.12.		3,555	6,055	7,850	9,350	
	Odpisy (1/4 z p.c. k 1.1.)		0	889	1,514	1,963	
	Investice netto		3,555	1,611	281	-11,232	
Celkem	Odpisy	290	219	1,712	2,336	3,382	
	Zůstatková hodnota	3,283	6,619	7,408	7,756	7,388	
Stavby		2018	2019	2020	2021	2022	Celkem
Původní	Odpisy	6,677	6,871	6,872	6,873	6,874	
	Zůstatková hodnota	103,212	96,341	89,469	82,596	75,722	
Nový	Investice brutto		9,987	9,987	9,987	9,987	39,946
	Pořizovací cena k 31.12.		9,987	19,973	29,960	39,946	
	Odpisy (1/4 z p.c. k 1.1.)		0	333	666	999	
	Investice netto		9,987	9,654	9,321	8,988	
Celkem	Odpisy	6,677	6,871	7,205	7,539	7,873	
	Zůstatková hodnota	103,212	106,328	109,109	111,890	114,670	
Samostatné movité věci		2018	2019	2020	2021	2022	Celkem
Původní	Odpisy	1,257	1,824	1,825	1,826	1,827	
	Zůstatková hodnota	27,405	25,581	23,755	21,929	20,101	
Nový	Investice brutto		4,564	4,564	4,564	4,564	18,254
	Pořizovací cena k 31.12.		4,564	9,127	13,691	18,254	
	Odpisy (1/4 z p.c. k 1.1.)		0	761	1,521	2,282	
	Investice netto		4,564	3,803	3,042	2,282	
Celkem	Odpisy	1,257	1,824	2,586	3,348	4,109	
	Zůstatková hodnota	27,405	30,144	32,122	34,098	36,074	
Pozemky- zůstatková hodnota		9,299	9,299	9,299	9,299	9,299	
Celkem							
Odpisy		8,224	8,914	11,503	13,222	15,363	
Zůstatková hodnota		143,199	152,390	157,938	163,043	167,430	
Celkové investice brutto do dlouhodobého majetku			18,105	17,050	16,345	5,281	56,781
Celkové investice netto do dlouhodobého majetku			18,105	15,068	12,644	38	45,855

[Vlastní zpracování]

3.3 SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU

Tato kapitola se týká důležité části ocenění podniku a to, sestavením finančního plánu. V tomto případě se jedná o sestavení finančního plánu za roky 2019-2020 FAGRONU, který bude obsahovat plán rozvahy, plán výkazu zisku a ztráty a plán peněžních toků. Do výkazů jsou zahrnuty hodnoty vypočítané v předchozích kapitolách této práce.

3.3.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Tabulka č. 37 Plán výkazu a ztráty FAGRONU v letech 2019-2022

Položka	2019	2020	2021	2022
Hlavní činnost - výnosy a náklady spojené s provozním majetkem				
Tržby za prodej zboží	401,864	427,181	463,491	514,475
Náklady na prodané zboží	247,061	281,600	321,052	366,064
Výkonová spotřeba	316,208	360,414	410,908	468,517
Osobní náklady	75,217	85,732	97,743	111,447
Odpisy	8,914	11,503	13,222	15,363
Daně a poplatky	295	342	417	514
Ostatní provozní položky	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	45,411	48,271	52,606	60,297
Náklady na cizí kapitál				
Nákladové úroky	0	0	0	0
Vedlejší činnost - náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem				
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
Výnosové úroky	148	157	170	189
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	148	157	170	189
Celkový výsledek hospodaření				
Celkový výsledek hospodaření před daní	45,558	48,428	52,776	60,485
Daň	8,656	9,201	10,028	11,492
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	36,902	39,227	42,749	48,993

[Vlastní zpracování]

Plánovaný výkaz zisku a ztráty byl sestaven na základě prognóz generátorů hodnoty. V případě daně z příjmů právnických osob použité k výpočtu výsledku hospodaření za účetní období po dani se předpokládá, že výše daně zůstane po všechny roky plánu na současně výši 19 %. Výnosy z dlouhodobého finančního majetku, nákladové úroky a mimořádný výsledek jsou předpokládány v nulové výši jako v přechodných letech.

3.3.2 Plán peněžních toků

Tabulka č. 38 Plán peněžních toků FAGRONU v letech 2019-2022

Položka	2019	2020	2021	2022
<i>Stav peněžních prostředků na počátku období</i>	14,035	14,175	14,600	15,038
Peněžní tok z provozní činnosti				
Korigovaný provozní VH	45,411	48,271	52,606	60,297
Daň připadající na korigovaný VH	8,628	9,172	9,995	11,456
Korigovaný provozní VH po dani	36,783	39,100	42,611	48,840
Úpravy o nepeněžní operace	8,914	11,503	13,222	15,363
Úpravy provozně nutných aktiv	-1,436	504	28,475	32,500
Změna stavu pohledávek	-12,055	6,303	9,040	12,693
Změna stavu krátkodobých závazků	2,303	-12,900	9,252	5,508
Změna stavu zásob	8,316	7,100	10,183	14,299
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	44,261	51,106	84,309	96,704
Peněžní tok z investiční činnosti				
Nabytí provozně nutného dlouhodobého majetku	-18,105	-17,050	-16,345	-5,281
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-18,105	-17,050	-16,345	-5,281
Peněžní tok z provozního majetku				
Peněžní tok z provozního majetku celkem	26,156	34,056	67,964	91,422
Peněžní tok z neprovozního majetku				
Výsledek hospodaření z neprovozního majetku	148	157	170	189
Výnosové úroky	148	157	170	189
Diference v platbě oproti dani z KPVH	-28	-30	-32	-36
Peněžní tok z neprovozního majetku celkem	176	187	203	225
Peněžní tok z finanční činnosti				
Změna stavu dlouhodobých závazků	0	0	0	0
Výplata dividend a podílů ze zisku	-14,761	-15,691	-17,100	-19,597
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-14,761	-15,691	-17,100	-19,597
Peněžní tok celkem	11,570	52,608	119,030	163,472
<i>Stav peněžních prostředků na konci období</i>	26,597	24,337	26,731	19,804

[Vlastní zpracování]

Hodnoty do plánovaného cash flow byly převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy. V prognózovaných letech se předpokládá výplata dividend ve výši 40 % čistého zisku. Peněžní tok z finanční činnosti se uvažuje nulový. Součtem položek jednotlivých peněžních toků se vypočítal celkový peněžní tok.

3.3.3 Plán rozvahy

Tabulka č. 39 Plán rozvahy FAGRONU v letech 2019-2022

Struktura aktiv v tis. Kč	2019	2020	2021	2022
Aktiva celkem	435,561	471,089	533,118	599,111
Dlouhodobý majetek	152,490	158,038	163,143	167,530
Dlouhodobý nehmotný majetek	6,619	7,408	7,756	7,388
Dlouhodobý hmotný majetek	145,771	150,530	155,287	160,042
<i>Pozemky</i>	<i>9,299</i>	<i>9,299</i>	<i>9,299</i>	<i>9,299</i>
<i>Stavby</i>	<i>106,328</i>	<i>109,109</i>	<i>111,890</i>	<i>114,670</i>
<i>Samostatné movité věci</i>	<i>30,144</i>	<i>32,122</i>	<i>34,098</i>	<i>36,074</i>
Dlouhodobý finanční majetek	100	100	100	100
<i>a) Provozně nutný</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>b) Provozně nepotřebný:</i> <i>Podíly v ovládaných a řízených osobách</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
Oběžná aktiva	282,959	312,963	369,915	431,507
Zásoby	112,703	119,804	129,987	144,286
Krátkodobé pohledávky	100,052	106,355	115,395	128,089
Peněžní prostředky	70,204	86,804	124,533	159,132
<i>a) Provozně nutné</i>	<i>14,035</i>	<i>14,175</i>	<i>14,600</i>	<i>15,038</i>
<i>b) Provozně nepotřebné</i>	<i>56,169</i>	<i>72,629</i>	<i>109,933</i>	<i>144,094</i>
Časové rozlišení	112	89	60	75
Pasiva celkem	435,561	471,089	533,118	599,111
Vlastní kapitál	362,269	410,697	463,474	523,959
Základní kapitál	170,281	170,281	170,281	170,281
Kapitálové fondy	24	24	24	24
Výsledek hospodaření z minulých let	146,430	191,988	240,416	293,193
Výsledek hospodaření běžného účetního období	45,558	48,428	52,776	60,485
Cizí zdroje	73,292	60,392	69,644	75,152
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	2,792	2,792	2,792	2,792
<i>Odložený daňový závazek</i>	<i>2,792</i>	<i>2,792</i>	<i>2,792</i>	<i>2,792</i>
Krátkodobé závazky	70,500	57,600	66,852	72,360
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0
Časové rozlišení	0	0	0	0

[Vlastní zpracování]

V případě položek základní kapitál a kapitálové fondy se předpokládá, že zůstanou na stejné úrovni jako v předchozích letech. Položka rezerv byla v posledním zkoumaném roce nulová, proto byla tato hodnota převzata i do plánu rozvahy.

Výsledek hospodaření běžného účetního období jsou hodnoty převzaté z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Výsledek hospodaření z minulých let byl vypočítán jako součet výsledku hospodaření z minulých let předchozího roku a výsledku hospodaření běžného účetního období za předchozí rok.

Odložený daňový závazek byl převzat z předchozích let v podobné hodnotě. Výše krátkodobých závazků je převzata z pracovního kapitálu. Jelikož společnost nevyužívala bankovních úvěrů a výpomocí v minulosti, předpokládá se tato položku nulová i v plánu rozvahy.

3.4 OCENĚNÍ PODNIKU METODOU DCF ENTITY

Pro ocenění FAGRONU byla vybrána metoda ocenění metoda diskontovaného čistého cash flow a to, metoda DCF entity, která oceňuje podnik jako celek. Ocenění FAGRONU je provedeno ke dni 1.1.2019.

Metoda DCF entity má následující kroky:

1. Sestavení volných peněžních toků (cash flow);
2. Výpočet diskontní míry;
3. Ocenění podniku.

3.4.1 Sestavení volných peněžních toků

Při sestavení volných peněžních toků, tj. FCFF, je použita hodnota korigovaného provozního výsledku hospodaření, jelikož se vztahuje k peněžním tokům do firmy.

Tabulka č. 40 Volné peněžní cash flow FAGRONU

Položka v tis. Kč	2019	2020	2021	2022
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani	36,783	39,100	42,611	48,840
+ Odpisy	8,914	11,503	13,222	15,363
+ Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
- Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	3,173	-26,421	-10,368	-21,937
- Investice do provozně nutného dlouhodobého	-11,362	-17,050	-18,327	-19,750
= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)	39,527	9,152	29,159	24,538

[Vlastní zpracování tabulky č. 4]

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po zdanění a odpisy a jsou převzaty z plánu výkazu zisku. Korigovaný výsledek hospodaření byl zdaněn daní z příjmů právnických v předpokládané výši 19 %.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou vypočítány jako meziroční změna dlouhodobého majetku s přičtením odpisů. Investice provozně nutného pracovního kapitálu jsou také vypočítány jako meziroční změna hodnot. Obě položky byly zahrnuty do tabulky s opačným znaménkem.

Volné peněžní toky Společnosti vyšly v kladných hodnotách. K výraznému výkyvu v hodnotě dojde v roce 2020, kdy se očekává nestandardní situace na farmaceutickém trhu skrz nákazu COVID-19.

3.4.2 Výpočet diskontní míry

Diskontní míra se vypočte jako průměr vážených nákladů kapitál. Před samotným výpočtem je potřeba stanovit náklady na cizí a vlastní kapitál.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál podniku se vypočítají jako vážený průměr efektivních úrokových sazeb a jsou tvořeny placenými úroky a platby vztahujícími se k bankovním úvěrům. Jelikož Společnost ve sledovaném období neměl nevyužívala žádné bankovní úvěry a nákladové úroky byly tedy nulové, náklady na cizí kapitál a tím i průměrná úroková sazba jsou nulové.

Tabulka č. 41 Náklady na cizí kapitál FAGRONU

Položka	2014	2015	2016	2017	2022
Bankovní úvěry a výpomoci	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	0	0	0	0	0
Úroková sazba	0%	0%	0%	0%	0%
Průměrná úroková sazba	0%				

[Vlastní zpracování]

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál jsou vypočítány pomocí modelu CAPM (tj. capital asset pricing model). Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál je třeba určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii kapitálového trhu, beta koeficient, rizikovou přírážku země a přírážku za velikost podniku. Při výpočtu bylo postupováno dle pana Darmodarana, který k bezrizikové výnosnosti použitého kapitálové trhu USA přidal hodnoty rizika České republiky

Vlastním kapitálem Společnosti tvoří 1 800 000 kusů kmenových akcií s jmenovitou hodnotou 100 Kč/ks.

Tabulka č. 42 Náklady na vlastní kapitál - CAPM

Náklady na vlastní kapitál	Hodnota
Výnosnost desetiletých vládních dluhopisů USA k 31.12.2018	2.69%
Beta nezadlužené pro Evropský farmaceutický trh	1.03
Riziková prémie kapitálového trhu USA	5.96%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	0.98%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1.50%
Riziková prémie země	0.01%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	1.19%
Riziková přírážka za menší společnost - odhad	2.00%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů - odhad	1.50%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	0.00%
Daňová sazba	19.00%
Beta zadlužené	1.03
Náklady vlastního kapitálu	10.02%

[vlastní zpracování dle 14, 15, 16, 17, 18, 19]

Jako bezriziková úroková míra byla použita výnosnost desetiletých státních dluhopisů USA, která se k 31.12.2018 pohybovala na úrovni 2,69 %.

Riziková prémie země byla stanovena jako součin mezi rizikem selhání země a koeficientem 1,5. Následně byl tento výsledek očištěn o rozdíl inflace USA (2,44 %) a inflace České republiky (2,16 %), tj. o rozdíl 0,28 %.

Koeficient beta nezadlužené byl stanoven na farmaceutickém trhu v hodnotě 1,03. Jelikož Společnost nevyužívá žádné bankovní úvěry a výpomoci, bude se rovnat beta zadlužené právě této hodnotě bez nutnosti úpravy.

Vzhledem k tomu, že Společnost nečerpala žádné krátkodobé ani dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci, tak vážené náklady kapitálu WACC se rovnají hodnotě vypočtených nákladů vlastního kapitálu 10,02 %.

3.4.1 Ocenění FAGRONU

Samotné ocenění podniku má dvě fáze a to, současnou hodnotu první fáze a pokračující hodnotu druhé fáze.

Současná hodnota první fáze

V této fázi budou volné peněžní toky vypočítané v tabulce č. 40 diskontovány pomocí průměrných vážených nákladů na tzv. diskontované volné peněžní toky (FCFF).

Tabulka č. 43 Současná hodnota první fáze

Položka	2019	2020	2021	2022
Volné peněžní toky do firmy (FCFF) v tis. Kč	39,527	9,152	29,159	24,538
Odúročitel pro diskontní míru 10.02 %	0.9089	0.8261	0.7509	0.7509
Diskontované volné peněžní toky do firmy (FCFF) v tis. Kč	35,927	7,560	21,896	18,426
Současná hodnota první fáze v tis. Kč	83,809			

[vlastní zpracování]

Současná hodnota první fáze byla vypočtena ve výši 83 809 tis. Kč.

Pokračující hodnota druhé fáze

V této fázi bude pokračovací hodnota určena dvěma výpočty a to na základě Gordonova vzorce (4) a parametrického vzorce (5). Výsledky těchto výpočtů by se měly shodovat.

Aby mohl být Gordonův vzorec spočítán, je třeba vypočítat dlouhodobé tempo růstu předpokládané pro druhou fázi. Předpokládaný růst HDP je ve výši 2,7 %, proto se předpokládá stejné dlouhodobé tempo růstu. Diskontní míra se rovná hodnotě vážených průměrných nákladů podniku.

Parametrický vzorec je počítán z předpokládaného korigovaného provozního zisku roku 2023 po zdanění, tempem růstu a očekávanou rentabilitou investic. Rentabilita investic je vypočítána jako poměr změny provozního zisku po zdanění a změny investovaného kapitálu v předchozím roce.

Tabulka č. 44 Pokračující hodnota druhé fáze

Položka	Hodnota
Předpokládané tempo růstu HDP	2.70%
Diskontní míra na úrovni WACC	10.02%
Míra investice	-25.13%
FCFF v roce 2022 v tis. Kč	25,201
KPVH v roce 2022 v tis. Kč	50,159
Gordonův vzorec v tis. Kč	344,271
Parametrický vzorec v tis. Kč	344,271

[vlastní zpracování]

Pokračující hodnota druhé fáze byla vypočítána ve výši 344 271 tis. Kč.

Nyní jsou vypočítány všechny potřebné údaje pro určení výsledné hodnoty ocenované Společnosti metodou DCF entity. Výslednou hodnotu je určena součtem současné hodnoty první fáze a pokračující hodnoty druhé fáze po úpravě o úročený cizí kapitál a neprovozní majetek.

Tabulka č. 45 Výsledná hodnota výnosové metody

Položka	Hodnota
Současná hodnota první fáze	83,809
Pokračující hodnota druhé fáze	344,271
Pokračující hodnota	428,080
Úročený cizí kapitál	0
Provozní hodnota brutto	428,080
Neprovozní majetek	663
Provozní hodnota netto	427,417
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2019	427,417

[vlastní zpracování]

Výsledná hodnota ocenění FAGRONU k 1.1.2019 byla stanovena ve výši 427 417 tis. Kč.

4 ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty společnosti FAGRON, a. s. se sídlem v Olomouci a to k oceňovacímu dni 1.1.2019. Ocenění bylo provedeno na základě výnosové metody diskontovaných peněžních toků, tj. DCF entity.

Diplomová práce byla rozdělena na dvě části. V první části diplomové práce byla definována teoretická východiska práce, kde byly objasněny základní pojmy vztahující se ocenění podniku jako jsou podnik, jeho hodnota, účel ocenění, faktor času a rizika, diskontní míra. Dále zde byly vysvětleny obecné postupy ocenění podniku se zaměřením na výnosové metody ocenění.

Druhá část diplomové práce se týká situace společnosti FAGRON, a.s. Byla zde popsána charakteristika společnosti a určeny vstupní data ocenění za období 2014-2018. Pro provedení ocenění bylo zapotřebí nejprve vypracovat analýzu dat.

Nejprve byla provedena strategická analýza kvůli zjištění situace společnosti v rámci vnitřního a vnějšího okolí. Byl zde vymezen farmaceutický trh, na kterém se Společnost pohybuje a její pozice na něm. Z analýzy trhu vyplynulo, že farmaceutický trh se řadí mezi průmyslové sektory s vysokou přidanou hodnotou. Ačkoli má český farmaceutický trh nevýhodu skrz svoji velikost a cenovou politiku, jeví se jako perspektivní. Společnost vyniká v oblasti kvality vyráběných výrobků, konkurence schopnosti, dlouholeté působnosti na trhu a širokým sortimentem výrobků. Společnost také může těžit ze zastřešení a spoluprací s mateřskou společností a sesterskými společnostmi. Společnost byla vyhodnocena jako podnik s dobrou perspektivou. Výsledkem strategické analýzy byla zpracovaná SWOT analýza, která ukazuje příležitosti, hrozby, slabé a silné stránky podniku.

V dalším kroku byla finanční analýza vstupních dat Společnosti z období 2014-2018, která byla převzata z účetních výkazů, výročních zpráv a komunikací s odpovědnými pracovníky Společnosti. V rámci finanční analýzy byla provedena analýza poměrových ukazatelů, analýzy účetních výkazů, aktiva podniku byla rozdělena na provozně nutná a nenutná a analýza generátorů hodnoty. Z finanční analýzy vyplynulo, že rentabilita aktiv Společnost přesáhla medián hodnoty dle příslušné hlavní ekonomické činnosti.

Společnost byla schopna využívat své aktiva efektivně, což značí jejich obrat. Dále byla také je schopna splácet své závazky ve standardní lhůtě splatnosti. Proto lze považovat Společnost za důvěryhodnou s dobrou pověstí. Tržby Společnosti v celém sledovaném období rostly, stejně jako výsledek hospodaření a tento pozitivní vývoj se předpokládá i do budoucnosti.

V rámci analýzy a prognózy generátorů hodnoty byly zkoumány tržby, zisková marže, investice do pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Jelikož je společnost stabilní, očekával se v budoucnu růst tržeb a ziskové marže. Podíl nákladů na prodané zboží se očekával na podobné úrovni jak v minulosti. Společnost nevyužívala bankovní úvěry a výpomoci, proto nebylo třeba o ně upravovat krátkodobé závazky za účelem získání provozně nutného pracovního kapitálu. Dále byly odhadnuty investice do dlouhodobého majetku v období 2019-2022.

Na základě strategické, finanční a navazujících analýz, byl sestaven finanční plan na období 2019-2022. Ten zahrnoval sestavení plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaných volných peněžních toků, tj. cash flow. Předpokladem bylo, že výše daně z příjmů právnických osob zůstane na stejné úrovni a to, 19 %. V prognózovaných letech se také předpokládalo, že výplata dividend bude uskutečněna ve výši 40 % čistého zisku.

Poté následovalo samotné ocenění Společnosti výnosovou metodou DCF entity, která ocenila podniku jako celek. Ocenění měl tři kroky a to, sestavení volných peněžních toků do firmy, tj. volné cash flow), výpočet diskontní míry a samotné ocenění podniku. Volné peněžní toky do firmy byly sestaveny na základě údajů vypočítaných v rámci sestavení finančního plánu. V rámci určení diskontní míry byly nejdříve vyčísleny náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Vzhledem k tomu, že Společnost nečerpala žádné krátkodobé ani dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci, diskontní míra se rovnala hodnotě vypočtených nákladů vlastního kapitálu, tj. 10,02 %.

Posledním krokem stanovení hodnoty podniku bylo samotné ocenění, které má dvě části a to, výpočet současné hodnoty první fáze a výpočet pokračující hodnoty. Následně byly oba dílčí výsledky sečteny a tak byla určena výsledná hodnota společnosti. Celková hodnota Společnost byla k oceňovacímu dni 1.1.2029 stanovena ve výši 427 417 tis. Kč.

Stanovením hodnoty Společnosti byl naplněn hlavní cíl diplomové práce. Společnost může tento poznatek použít jak pro interní účely, tak pro vlastníky, případně prodej podniku nebo

k získání pojištění. Nicméně je třeba považovat vypočítanou hodnotu jako orientační a založenou na získaných informacích. Vypočítaná hodnota je také orientační vzhledem k nestandardní situaci na farmaceutickém trhu způsobené globální nákazou COVID-19, která může zásadně ovlivnit daný trh.

5 SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

[1]*Zákon o obchodních korporacích: zákon č. 90/2012 Sb. ze dne 25. ledna 2012.* Praha: Ústav práva a právní vědy, 2014. Právo a management. ISBN 978-80-87974-00-1. ÚZ. ISBN 978-80-7208-888-1.

[2]*Nový občanský zákoník: zákon č. 89/2012 Sb. ze dne 3. února 2012.* Praha: Ústav práva a právní vědy, 2014. Právo a management. ISBN 978-80-87974-01-8.

[3]MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy.* Čtvrté upravené a rozšířené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.

[4]KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku.* 2., přeprac. a dopl. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. C.H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-529-1.

[5]VOCHOZKA, Marek. *Metody komplexního hodnocení podniku.* Praha: Grada, 2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3647-1.

[6]MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku.* Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1242-6.

[7]*Finanční analýza* [online]. Ing. Daniel Jadviščák, ©2011 [cit. 2018-01-04]. Dostupné z: <http://financni-analyza.webnode.cz>

[8]MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy.* Druhé, upravené vydání. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-42-2.

[9]FAGRON a.s. Výroční zpráva FAGRON a.s.: 2018 [online]. Olomouc, 2019 [vid. 2020-03-22], 37 s. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=412705>.

- [10] *Fagron* [online]. Olomouc: Fagron, c2013-2019 [cit. 2020-03-22]. Dostupné z: <https://cz.fagron.com/cs/o-spolecnosti>
- [11] *Panorama zpracovatelského průmyslu a souvisejících služeb ČR ...* Praha: Ministerstvo průmyslu a obchodu, 2006-. ISBN 978-80-906942-6-2.
- [12] The Impact of the COVID-19 Pandemic on Global Pharmaceutical Growth. *IQVIA* [online]. IQVIA, 2020, , 3 [cit. 2020-04-24]. Dostupné z: https://www.iqvia.com/-/media/iqvia/pdfs/library/publications/the-impact-of-the-covid-19-pandemic-on-global-pharmaceutical-growth-for-web.pdf?_=1587756481618
- [13] Get in-depth analysis of the COVID-19 impact on the Surface Disinfectant Market. *Markets and Markets* [online]. MarketsandMarkets Research Private, 2020, , 1 [cit. 2020-04-24]. Dostupné z: <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/surface-disinfectant-market-231286043.html>
- [14] U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Daily Treasury Yield Curve Rates* [online]. USA: U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, c2003-2020 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018>
- [15] DAMODARAN, A. *Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe* [online]. 2018 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
- [16] DAMODARAN, A. *Risk Premiums for Other Markets* [online]. 2018 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/dataarchived.html
- [17] ČNB: Ratingové agentury. *Ratingové agentury* [online]. Česká republika: ČNB, 2020 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/srovnavaci-tabulka/index.html

[18] DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

[19] Statista. *Projected annual inflation rate in the United States from 2010 to 2024* [online]. USA: Statista, 2020 [cit. 2020-05-06]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

6 SEZNAM TABULEK

Tabulka č. 1 Hodnocení perspektivnosti podniku - bostonská matice

Tabulka č. 2 Přehled základních metod pro oceňování podniku

Tabulka č. 3 Investovaný kapitál a jeho složení

Tabulka č. 4 Výpočet FCFF

Tabulka č. 5 Výpočet FCFE

Tabulka č. 6 Úpravy NOPAT

Tabulka č. 7 Tržní podíl FAGRONU

Tabulka č. 8 SWOT analýza FAGRONU

Tabulka č. 9 Perspektivnost FAGRONU

Tabulka č. 10 Prognóza tržeb trhu a FAGRONU

Tabulka č. 11 Ukazatele rentability FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 12 Ukazatele aktivity FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 13 Ukazatele zadluženosti FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 14 Ukazatele likvidity FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 15 Horizontální analýza aktiv FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 16 Horizontální analýza pasiv FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 17 Vertikální analýza aktiv FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 18 Vertikální analýza pasiv FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 19 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 20 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 21 Analýza peněžních toků FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 22 Provozně nutný finanční majetek FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 23 Provozně nutné peněžní prostředky FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 24 Provozně nutný dlouhodobý finanční majetek FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 25 Provozně nutný investovaný kapitál FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 26 Korigovaný provozní výsledek hospodaření FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 27 Shrnutí prognózy tržeb FAGRONU

Tabulka č. 28 Prognóza provozní ziskové marže FAGRONU shora

Tabulka č. 29 Provozní zisková marže FAGRONU zdola – minulost

Tabulka č. 30 Prognóza zisková marže FAGRONU zdola

Tabulka č. 31 Sladění prognóz ziskové marže FAGRONU

Tabulka č. 32 Doba obratu FAGRONU

Tabulka č. 33 Prognóza upraveného pracovního kapitálu FAGRONU

Tabulka č. 34 Investiční náročnost růstu tržeb FAGRONU v letech 2014-2018

Tabulka č. 35 Koeficient náročnosti růstu tržeb FAGRONU

Tabulka č. 36 Prognóza celkových investic FAGRONU

Tabulka č. 37 Plán výkazu a ztráty FAGRONU v letech 2019-2022

Tabulka č. 38 Plán peněžních toků FAGRONU v letech 2019-2022

Tabulka č. 39 Plán rozvahy FAGRONU v letech 2019-2022

Tabulka č. 40 Volné peněžní cash flow FAGRONU

Tabulka č. 41 Náklady na cizí kapitál FAGRONU

Tabulka č. 42 Náklady na vlastní kapitál – CAPM

Tabulka č. 43 Současná hodnota první fáze

Tabulka č. 44 Pokračující hodnota druhé fáze

Tabulka č. 45 Výsledná hodnota výnosové metody

7 SEZNAM GRAFŮ

Graf č. 1 Počet jednotek v letech 2014-2018

Graf č. 2 Poče zaměstnanců v letech 2014-2018

Graf č. 3 Tržby a přidaná hodnota v letech 2014-2018

Graf č. 4 Průměrná mzda a produktivita práce z PH v letech 2014-2018

Graf č. 5 Vývoj tržního podílu FAGRONU v letech 2014-2018

Graf č. 6 Průměrný přepočtený počet zaměstnanců FAGRONU v letech 2014-2018

Graf č. 7 Vývoj ukazatelů rentability FAGRONU v letech 2014-2018

Graf č. 8 Vývoj ukazatelů aktivity FAGRONU v letech 2014-2018 1. část

Graf č. 9 Vývoj ukazatelů aktivity FAGRONU v letech 2014-2018 2. část

Graf č. 10 Vývoj ukazatelů zadluženosti FAGRONU v letech 2014-2018

Graf č. 11 Vývoj ukazatelů likvidity FAGRONU v letech 2014-2018

8 SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek č. 1 Systematické a nesystematické riziko v portfoliu

Obrázek č. 2 Generátory hodnoty

Obrázek č. 3 Logo společnosti

9 SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 FAGRON – výroční zpráva 2014

Příloha č. 1 FAGRON – výroční zpráva 2015

Příloha č. 1 FAGRON – výroční zpráva 2016

Příloha č. 1 FAGRON – výroční zpráva 2017

Příloha č. 1 FAGRON – výroční zpráva 2018